lax889889.com 299520.xyz

行业研究/深度研究

2020 年 08 月 17 日

洞察居住生态，共谱经纪未来

从贝壳上市深度研究房地产经纪行业

行业评级：

房地产 增持（维持）

陈莉 研究员 SAC No. S0570520070001 SFC No. BMV473 0755-82766183 chenli2832@htsc.com

陈慎 研究员 SAC No. S0570519010002 chenshen@htsc.com

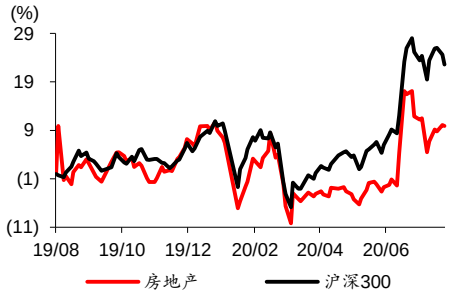
韩笑 研究员 SAC No. S0570518010002 01056793959 hanxiao012792@htsc.com

林正衡 联系人 SAC No. S0570118080076 021-28972087 linzhengheng@htsc.com

相关研究

1《房地产：景气度维持高位，投融资保持活跃》2020.08
2《房地产：行业周报（第三十三周）》2020.08
3《房地产：细则持续落地，试点指日可待》2020.08

一年内行业走势图



资料来源：Wind

核心观点

贝壳作为中国最大的房屋交易服务平台，开拓经纪行业基础架构，成为交易服务数字化、标准化先驱，致力于搭建以 ACN 为核心的一体化开放平台。透过贝壳的高速发展路径，我们认为中国房地产经纪行业成长规模广阔，将在规范创新中迎接共享繁荣的未来。建议投资者积极关注显著提升行业效率、商业模式可持续且具备网络效应、能够凭借规模优势形成竞争壁垒的头部标的，推荐我爱我家，行业内相关上市公司还有国创高新、世联行。

贝壳：从链家进化而来的中国房地产交易巨头

贝壳是线上线下一体化住房交易和服务平台，由链家进化而来，立志重塑中国房地产经纪行业，2019 年 GTV 高达 2.13 万亿元，市占率 9.55%。旗下贝壳平台是面向生态系统参与者的开放平台，SaaS、客户前端、线下门店、交易中心、金融服务等各类模块与 ACN 一起构成基础设施。2020H1 贝壳平台拥有自营链家门店 7700 家、经纪人 13.42 万人，加盟品牌德佑和其他合作品牌门店 34547 家、经纪人 32.18 万人，非链家品牌成为 2019 年以来推动 GTV 和业绩加速增长的主要力量，新房增速尤其亮眼。尽管受到疫情干扰，2020H1 依然实现营收 273 亿元，净利润 16 亿元。

国内经纪业务的发展：从野蛮生长到规范创新

中国大陆房地产经纪行业经历 2008 年后的整合与调整期、2011 年至今的移动互联网和产业互联网融合发展阶段，逐渐步入数字经济时代，同时发展路径呈现直营、加盟、O2O、平台一体化四种形态。但是行业依然总体呈现出粗放发展的态势，堵点体现在合作机制的搭建，难点表现在从业人员综合能力的提升，痛点在于真房源和信任危机。

格局与未来：“一超多强”的格局，2C 与 2B 的争夺

展望我国经纪行业未来格局，我们认为线上竞争将依然聚焦 C 端流量的争夺；线下竞争将集中于头部品牌对区域中小门店资源的整合与争夺，进而聚焦产业互联网层面供给侧的改革，即产业链优化、资源共享以及行业能效提升等 B 端能力；新房代理层面，存量经纪公司占据线上线下的入口优势，多元业务结构下具备更强的垫佣和议价能力，区域市场理解、客户服务粘性和一二手场景切换能力更为突出，将持续抢占传统代理市场份额。CIC 报告显示，2024 年中国新房、二手房、租赁、衍生服务 GTV 有望达到 45.7 万亿，经纪服务佣金收入有望达到 5078 亿。

全球房地产经纪上市公司估值如何？

我们梳理了全球主要房地产经纪上市公司概况。从商业模式的角度看，大体可以分为 5 个类别：信息平台、房地产电商、传统中介、新房代理和一体化平台。从估值的角度看，海外市场主要采用 EV/EBITDA 估值法，Zillow、Redfin 等以线上业务为主的平台类公司 2022 EV/EBITDA（Bloomberg 一致预期）显著高于 Realogy、RE/MAX 等以线下业务为主的传统经纪公司。

风险提示：行业周期波动，规模不及预期，竞争过于激烈，格局剧烈演化。

重点推荐

					EPS (元)				P/E (倍)			
股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	目标价 (元)	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000560 CH	我爱我家	4.57	买入	4.60~5.06	0.35	0.23	0.38	0.43	13.06	19.87	12.03	10.63

资料来源：华泰证券研究所

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

VISIT…

lax889889.com 299520.xyz

正文目录

贝壳：从链家进化而来的中国房地产交易巨头 5
进化：链家铺路贝壳搭台，资本加持重塑生态 5
生态：以 ACN 为基础，面向新居住生态的所有参与者 6
贝壳平台及生态系统组成 6
ACN 系统：中国升级版的“MLS” 7
贝壳平台服务对象：涵盖需求终端、经纪商和开发公司 10
业务：链家之外二手房和新房交易规模和业绩快速扩张 13
二手房交易服务：非链家 GTV 大幅提升推动营收增长和贡献率改善 13
新房交易服务：营收逐步超越二手房，非链家增速尤其亮眼 14
新兴和其他服务：方兴未艾 16
财务：新房业务驱动营收高增，2020H1 逆势实现净利润 16 亿元 17

国内经纪业务的发展：从野蛮生长到规范创新 19
历史：2008 年迎来规范发展，2011 年拥抱移动互联网和产业互联网浪潮 19
路径：从直营、加盟到互联网和一体化开放平台 20
现状：庞大的劳动密集型行业，堵点难点痛点依然较多 21
堵点：规模庞大，竞争分散 21
难点：从业人员年龄低、学历低、收入低、从业门槛低 21
痛点：真房源和信任危机仍待解决 22
展望：行业空间广阔，GTV、渗透率都有望提高 24
2024 年中国住房市场 GTV 有望达到 30.7 万亿 24
2024 年住房经纪衍生业务 GTV 有望达到 15 万亿 24
2024 年经纪业务渗透率有望达到 62% 24
格局：“一超多强”的格局，2C 与 2B 的争夺 25
线上 C 端流量争夺 25
线下 B 端资源整合 26
新房代理降维打击 27

全球房地产经纪上市公司估值如何？ 28

投资建议 31
重点推荐标的 31
我爱我家（000560 CH，买入，4.60-5.06 元） 31
风险提示 32

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表目录

图表 1： 贝壳发展历程.....5
图表 2： 发行前贝壳主要股东控制股份数量和投票权占比.....6
图表 3： 部分股东认购的贝壳 ADS 金额.....6
图表 4： 贝壳平台及生态系统组成.....7
图表 5： 贝壳平台 ACN 运行模式.....7
图表 6： 贝壳经纪人页面展示.....8
图表 7： 贝壳平台不同的模块及功能介绍.....9
图表 8： 贝壳 ACN 与美国 MLS 对比.....10
图表 9： 贝壳客户前端及其功能展示.....11
图表 10： 贝壳平台链家和非链家门店数量（单位：家）.....12
图表 11： 贝壳平台链家和非链家经纪人数量（单位：人）.....12
图表 12： 贝壳平台二手房交易服务佣金的收入和成本确认方式.....13
图表 13： 贝壳二手房交易 GTV、同比增速和市占率.....14
图表 14： 贝壳平台链家和非链家二手房交易 GTV 和同比增速.....14
图表 15： 贝壳二手房交易营收和同比增速.....14
图表 16： 贝壳二手房交易贡献和贡献率.....14
图表 17： 贝壳新房交易 GTV、同比增速和市占率.....15
图表 18： 贝壳平台链家和非链家新房交易 GTV 和同比增速.....15
图表 19： 贝壳新房交易营收和同比增速.....16
图表 20： 贝壳新房交易贡献和贡献率.....16
图表 21： 贝壳新兴及其他服务 GTV 和同比增速.....16
图表 22： 贝壳新兴及其他服务营收和同比增速.....17
图表 23： 贝壳新兴及其他服务贡献和贡献率.....17
图表 24： 贝壳营收和同比增速.....17
图表 25： 贝壳主营业务成本结构和毛利率.....17
图表 26： 贝壳销售、管理、研发费用率.....18
图表 27： 贝壳净利润、调整后净利润和调整后 EBITDA.....18
图表 28： 中国大陆房地产经纪行业发展阶段.....19
图表 29： 地产交易服务模式演变.....20
图表 30： 房地产中介服务企业/从业人员数.....21
图表 31： 房地产中介服务业资产/营业收入.....21
图表 32： 2019 年房地产经纪人年龄.....22
图表 33： 2019 年房地产经纪人学历.....22
图表 34： 2019 年房地产经纪人从业年限.....22
图表 35： 2019 年房地产经纪人底薪收入.....22
图表 36： 2019 年房地产经纪人主要业务.....22
图表 37： 2019 年房地产经纪人带看成交次数.....22
图表 38： 消费者对房产中介服务的总体满意度.....23
图表 39： 中国消费者协会受理房屋中介投诉数.....23

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 40： 消费者对房屋交易中不满因素 23
图表 41： 消费者选择房产中介考虑的主要原因 23
图表 42： 各房产中介诚信满意度排名 23
图表 43： 各房产中介真房源可信度排名 23
图表 44： 中国大陆房地产二手房、新房、租赁业务 GTV 估测 24
图表 45： 中国大陆房地产二手房、新房、租赁业务 GTV 估测 24
图表 46： 通过经纪业务出售和租赁房屋的 GTV 25
图表 47： 经纪服务佣金收入 25
图表 48： 2020 年 3 月前十大房产流量平台 25
图表 49： 2020 年 3 月前十大房产经纪平台 25
图表 50： 主要房地产经纪上市公司主要业务和经营情况一览 26
图表 51： 房地产策划代理 TOP10 企业营收均值/增长率 27
图表 52： 地产策划代理 TOP10 企业代理销售额均值/市场份额 27
图表 53： 主要房地产经纪上市公司主要业务和经营情况一览 29
图表 54： 主要房地产经纪上市公司市值和估值一览 30
图表 55： 主要房地产经纪上市公司市值和估值一览（续上表） 30
图表 56： 我爱我家营收和同比增速 31
图表 57： 我爱我家归母净利润和同比增速 31
图表 58： 重点推荐公司估值表 31
图表 59： 报告提及公司信息 32

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

贝壳：从链家进化而来的中国房地产交易巨头

进化：链家铺路贝壳搭台，资本加持重塑生态

贝壳（BEKE US）是中国领先的线上线下一体化住房交易和服务平台，上市公司体内包括“贝壳找房”平台、房地产经纪自营品牌“链家”、加盟品牌“德佑”以及贝壳金控、如视等衍生服务主体（但不包括长租公寓品牌“自如”）。公司 2001 年在北京创立房地产经纪品牌“链家”，逐步发展为线上线下一体化的全国性房地产经纪品牌，率先创设楼盘字典、ACN（Agent Cooperate Network）等行业重要基础设施和标准，推出加盟品牌“德佑”，积累了丰富的行业经验。2018 年 4 月，公司推出“贝壳找房”平台，希望将链家身上的成功经验推广给更多中介品牌，重塑房地产经纪行业。

公司业务包括二手房和新房销售、房屋租赁居间服务以及装修、金融等居住衍生服务。根据贝壳招股说明书，2019 年贝壳平台成交总额（GTV，Gross Transaction Value）达到 2.13 万亿元，同比增长 85%，国内市占率为 9.55%，共促成超过 220 万笔房屋交易，是中国最大的房屋交易和服务平台以及第二大商业平台。截至 2020H1，贝壳平台共连接 265 家品牌经纪公司，它们在 103 个城市拥有 4.2 万家线下门店，经纪人总数超过 45.6 万人。尽管新冠疫情在 2020Q1 对公司经营产生干扰，公司 2020H1 仍然实现营收 272.61 亿元，同比增长 39%，实现净利润 16.07 亿元，同比增长 189%，调整后净利润、调整后 EBITDA 分别为 18.61、25.93 亿元。

图表1： 贝壳发展历程

资料来源：贝壳招股说明书，贝壳官网，链家官网，华泰证券研究所

本次发行前，贝壳共有 30.64 亿普通股，其中 A 类、B 类股份分别为 21.79、8.85 亿股（每股 A 类股拥有 1 票投票权、B 类股拥有 10 票投票权，1 股 B 类股可以转换为 1 股 A 类股，A 类股不可转换为 B 类股）。公司创始人左晖持有全部 8.85 亿 B 类股，此外部分股东将其持有的 5.47 亿 A 类股投票权授予其代理，因此左晖能够控制的股份数量占比为 46.8%，投票权达到 85.2%。此外，腾讯、软银、高瓴资本分别持有公司 12.3%、10.2%、5.3% 股份，是公司主要外部股东，其中腾讯与公司在营销、云服务等方面存在密切合作。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表2： 发行前贝壳主要股东控制股份数量和投票权占比

公司股东	A 类股（亿股）	B 类股（亿股）	控制股份数量占比	投票权占比
左晖	5.47	8.85	46.8%	85.2%
董事和高管合计	6.76	8.85	51.0%	86.4%
腾讯附属公司	3.76	-	12.3%	3.4%
软银附属公司	3.14	-	10.2%	2.8%
高瓴资本附属公司	1.61	-	5.3%	1.5%

资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

根据贝壳的公告和 Bloomberg，贝壳已于 2020 年 8 月 13 日在纽交所成功上市，共发行 1.219 亿股 ADS（包括超额认购的 0.159 亿股 ADS），发行价为 20 美元，募集资金 24.38 亿美元。其中，腾讯、高瓴、红杉参与认购 3.3 亿美元。上市首日贝壳收盘涨幅达到 87%，以当日汇率计算，市值达到 2931 亿元。

图表3： 部分股东认购的贝壳 ADS 金额

认购方	认购 ADS 数量（万股）	认购金额（亿美元）
腾讯	800	1.6
高瓴资本	500	1.0
红杉资本	350	0.7

资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

贝壳计划将本次发行所得净款项的 30%用于技术研发，继续完善平台功能和基础设施技术，包括大数据、人工智能和虚拟现实；30%用于扩展新房交易业务；25%用于服务产品多样化和运营区域的扩张；剩余款项将用于公司日常经营，包括补充营运资本以及用于潜在的战略投资和收并购。

生态：以 ACN 为基础，面向新居住生态的所有参与者

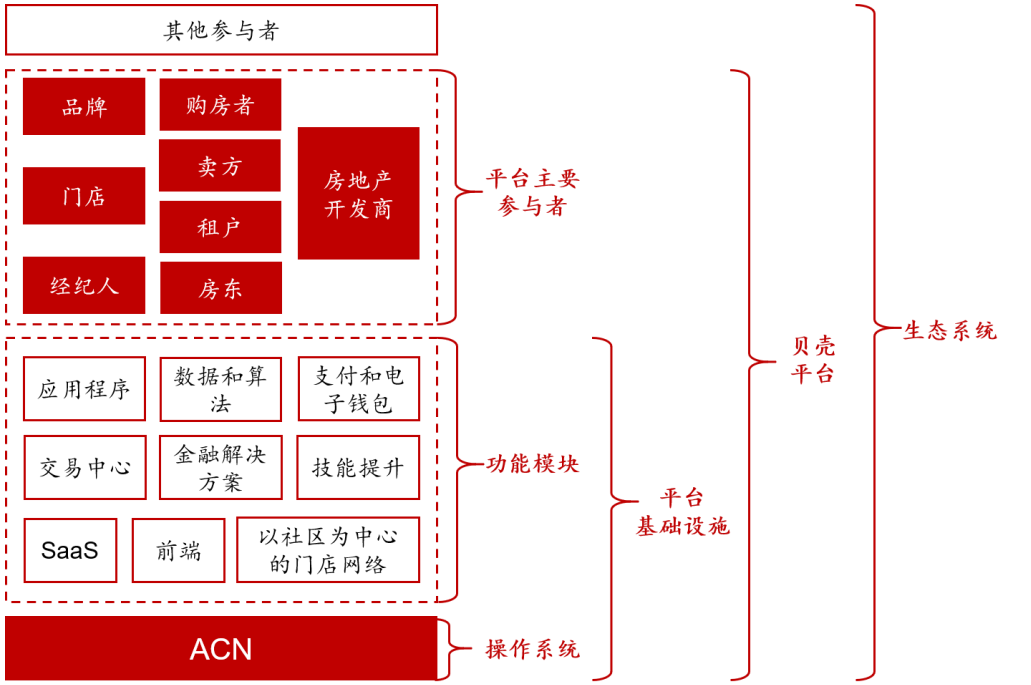
贝壳平台及生态系统组成

贝壳平台是面向住宅房地产行业和生态系统参与者的开放平台，连接房地产市场的供需方（购房者，卖方，房东和租户）和经纪商（房地产经纪品牌、门店和经纪人），帮助所有参与者高效完成多种场景下的房屋交易服务。贝壳平台以 ACN 为基础，通过促进经纪品牌、门店和经纪人之间的合作，规范真实房源清单，并标准化和简化房屋交易流程，实现交易效率的提升。SaaS、客户前端、线下门店、交易中心、金融服务等各类功能模块与 ACN 一起构成了平台的基础设施。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表4： 贝壳平台及生态系统组成



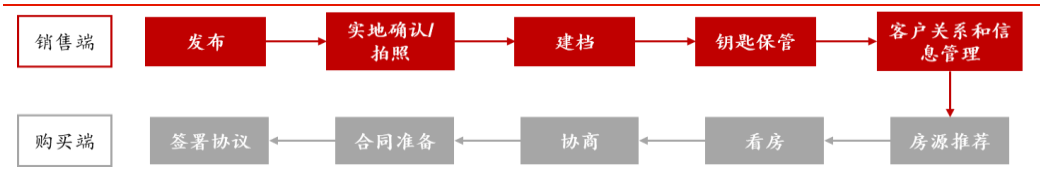
资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

ACN 系统：中国升级版的“MLS”

ACN（Agent Cooperate Network），即经纪人合作系统，类似于美国的多重上市服务（MLS，Multiple Listing System），是贝壳平台的操作系统，通过佣金分配机制规定房屋合作交易中经纪人的角色、权利和义务，来重新定义行业参与者之间的关系，使得同一品牌和不同品牌的经纪人可以按照其机制进行合作完成房屋交易，并取得对应的提成，提高信息获得和交易效率。

ACN 运行模式：角色分工，协同工作，佣金共享。贝壳将二手房交易（包括二手房销售和租赁）划分为不同的步骤，分析经纪人的个人特征，与适当的角色相匹配，使多个经纪人在一次交易中有效合作，并根据其角色分配佣金。经纪人分为卖方经纪人和买方经纪人，卖方经纪人为卖方服务，主要的工作分配包括发布、实地工作、建档、钥匙保管、关系和信息管理；买方经纪人为买方服务，主要的工作划分包括签署协议、合同准备、协商、看房、房源推荐。如下图所示。

图表5： 贝壳平台 ACN 运行模式



资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

贝壳根据城市发展和门店分布对地理区域进行了划分，以便经纪人可以成为其附近地区房源的专家。经纪门店有权管理门店附近的现有房源清单，并担任这些房源的卖方经纪人。对于买方经纪人，如果他们的客户有意在其他地区购买房屋，则可以通过将其房屋客户推荐给所需地区的经纪人来获得一部分佣金。

ACN 治理工具箱：经纪人和经纪门店评价体系、“真实房源”清单。对于经纪人的治理方式包括三种：

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1、 贝壳分数。贝壳分数表明经纪人的绩效和服务质量。贝壳分数通过一个综合的多因素评估系统得出，其中包括经纪人特性，例如专业资格、客户投诉、客户转换率以及协作团队合作记录。具有较高贝壳分数的经纪人可以享受某些特殊权利，例如更高的房产曝光率、客户前端的定制经纪人资料、在线课程培训营等。房屋客户可以在客户前端查看经纪人的贝壳分数。

2、 贝壳币。平台上的经纪人拥有贝壳币，经纪人可以使用贝壳币购买与他们的经纪工作相关的设施，以及在客户前端增加曝光率。

3、 信用分。贝壳建立信用积分制度，经纪人从加入平台起开始积分，违反 ACN 规则和不当行为将被扣分。根据累计的信用积分扣减，经纪人可能会收到警告或在特定时间段内被限制或禁止访问平台。

图表6： 贝壳经纪人页面展示

资料来源：贝壳找房 APP，华泰证券研究所

对于门店的治理方式包括：门店资格限制和排名系统。贝壳建立了经纪门店的进入标准和程序，如经纪人数量门槛等；贝壳的排名系统用以奖励平台上表现出色的经纪门店。

对“真实房源”的管理：贝壳规定平台上房源挂牌需要满足 4 个条件：真实存在；真实可出售或出租；真实已验证的地址和房源相关数据；真实的价格。贝壳通过客户回访、实地拜访、大数据分析等方式，对平台房源真实性进行监控和验证，及时更新或删除不合格房源。当经纪人在 SaaS 系统中发布新的房源时，将根据楼盘字典检查其信息，从而提高信息的准确性。

功能模块：标准化流程的基础和数据洞察力的来源。基于 ACN，贝壳构建了各种功能模块，对平台上的用户提供差异化服务，补充平台服务的基础架构，实施一系列针对数据（包括房地产，房屋客户和经纪人的数据）、交易流程和服务质量的数字化和标准化工作。

多年的线上、线下操作在平台上积累了大量的特色数据，使贝壳对整个房屋交易和服务价值链拥有强大的洞察力。一方面利用庞大的数据量来运行专有算法，以优化产品和解决方案；一方面通过虚拟现实，人工智能，大数据和物联网等新技术来提高客户体验和服务效率。例如，贝壳应用大数据和人工智能算法来分析交易和行为数据，以推荐更有可能成功出售的优质商品，从而可以进一步提高建议准确性并缩短交易周期；收集经纪人活动数据并为经纪人建立各种数据模型，以提高他们的潜在客户转换效率。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表7： 贝壳平台不同的模块及功能介绍

模块	服务对象	功能概述
SaaS 系统	经纪人和门店经理	1.智慧房源清单：系统自动将房源信息与“房屋词典”中的现有数据进行比较，并根据当地房地产定价政策向价格过高的经纪人发出警告。SaaS 系统还安排自动回访，与业主确认有关房源的信息。 2.潜在顾客推荐：SaaS 系统跟踪经纪人与客户的互动，以确保及时沟通。经纪人始终可以在 SaaS 系统中积极寻找新客户，包括浏览共享池并与平台分配的客户进行互动。 3.经纪人合作和智能客户关系管理：经纪人可以通过 SaaS 系统记录、管理、搜索房屋客户信息，并发起与其他经纪人的合作。SaaS 系统基于对客户浏览行为的智能分析，将某些客户标记为“高潜力”，以便经纪人可以有效地确定优先级。 4.标准化交易程序：SaaS 系统实现交易流程数字化和标准化，许多环节的工作都可以由系统自动生成。可视化的交易管理系统，使经纪人可以跟踪、管理和完成从在线合同签署、付款、代管、抵押、产权清算、转让和抵押的交易过程。交易完成后由系统自动分配佣金。 5.门店激励机制通过 SaaS 系统，门店经理可以查看经纪人的操作数据、各类记录、信用积分，促进门店内部激励。
客户前端	客户	客户前端包括 ke.com 网站、贝壳 APP、贝壳微信小程序，可为住房客户提供住房交易资源。 客户可以通过前端： 1.查找二手房、新房和租赁的房源，了解房屋相关信息和经纪人评价等。系统根据客户行为为客户推荐合适的房源； 2.查看经纪人信息，选择经纪人进行咨询； 3.查看房地产相关的综合数据库，了解房地产市场新闻动向。
以社区为中心的门店网络	客户	贝壳专注于线下社区的参与，以社区为中心的门店可作为本地客户的便捷访问点，也是贝壳平台的有形线下接触点。通过贝壳的在线平台，客户与经纪人之间的联系使客户可以在线下快速找到门店和经纪人，从而高效地提供本地服务。
专业培训与支持	经纪人	贝壳为经纪人提供专业培训和支持以提高其专业素质和竞争力。该体系包括线下培训系统、华侨学院、贝壳博学考试、在线公开课程和贝壳经纪人学院。
全过程交易支持和金融服务	客户	贝壳提高线上和线下交易中心与金融服务业务部门的合作，为客户提供了从签字到成交的全过程交易支持和金融服务。这些服务包括安全付款、房产托管、抵押服务、产权清算和担保等。**2014 年建立 eHomePay 线上支付平台，提供住房交易中的数字支付处理服务， eHomePay 还充当托管服务，解决了中国住房交易中的信任问题，以确保买方和卖方履行义务。根据 CIC 报告，截至 2019 年 12 月 31 日，eHomePay 是中国人民银行授予的唯一具有有效许可证的房地产支付平台。NTS 系统直接与知名银行联系，并帮助客户线上申请抵押，合格的申请人可以在完成申请的当天获得付款。还为客户提供金融合作伙伴提供的各种优质消费融资产品，如装修贷款、租赁分期付款等，以支付房屋交易后的费用。**
数据服务	经纪人、公司内部	基于历史数据的海量积累，贝壳开发了专有的数据处理系统，为平台上的产品和服务提供了数据支持，主要包括： 楼盘字典。楼盘字典包含了从邻里、社区、建筑到楼层和房间的大量相关信息。**根据 CIC 报告，截至 2020 年 6 月 30 日，楼盘字典覆盖了中国 33 个省约 332 个城市的 54.9 万个社区，约 2.26 亿套房产、450 万幅景观地图、480 万栋建筑和 1020 万套建筑单元，是中国最全面的房地产数据库**。经纪人可以通过 SaaS 系统在楼盘字典中浏览与自己城市相关的信息、提供新信息或修改。通过楼盘字典，核实房源清单的真实性，在贝壳的平台上补充房源信息，并根据房源数据和过往交易历史提供房产估价服务。 收集客户数据进行建模和分析；收集经纪人活动数据，为经纪人进一步构建各种数据模型，包括信用分数，贝壳分数，技能发展模型，显示模型等；收集有关住房客户，经纪人和房地产清单之间的拓扑关系的大数据，挖掘潜在的关联功能，优化匹配和推荐算法。
AI 应用程序	经纪人、公司内部、顾客	贝壳平台上的 AI 应用程序包括： 智能搜索和预测，对房地产交易概率进行预测。 经纪人行为预测，预测哪些经纪人更有可能辞职，降低离职率。 贝壳选房。贝壳选房的评级基于物业功能、房源带看记录等因素的评级系统，向住房客户推荐高质量的房源，预测顾客的房源兴趣，发送给经纪人。 文字和语音助手。 房源监控。分析和标记可疑房源清单以进行手动检查。 金融信用分析和信用评分。
VR	客户和经纪人	VR 房源展示：允许客户使用 VR 远程访问房源，提高决策效率。2019 年，VR 物业展示的浏览量约为 4.2 亿次，房产客户在 VR 物业展示上总共花费了 2300 万小时。2020 年 4-6 月，平均每天有大约 15.9 万次由经纪人指导的 VR 房产展示，2019 年同期的次数为 1.1 万次/天。 家庭装修实现系统：允许顾客观看 3D 房屋装修效果、自动生成家庭装修计划等。

资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

在美国 MLS 的基础上创新升级。贝壳 ACN 系统的创新主要体现在：1、促进服务提供商之间的信息和资源共享，以拆除信息孤岛；2、指派经纪人的合作角色以实现跨门店、跨品牌合作；3 为经纪人、门店、品牌和其他服务提供商创建一个专业网络，以使其与平台建立联系和互动。不同于美国 MLS，ACN 不仅仅局限于 B 端的房源联卖，还制定规范流程推动行业良性发展，同时向 C 端开放，基于一体化平台创造商机转换和新业务场景的拓展机会。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表8： 贝壳 ACN 与美国 MLS 对比

区别	ACN	MLS
主体性质	ACN 系统的所有人和管理者是贝壳平台，以盈利为目的。	MLS 分为地方性 MLS 和区域性 MLS。 地方性 MLS 由各城市的当地房地产经纪人协会建立、管理和运营，区域性 MLS 则是多个地方性 MLS 的联合，美国房地产经纪人协会(NAR)组织建立的 MLS 系统是美国最大的区域性系统。 MLS 的所有者和管理者是各级房地产经纪人协会，是非营利组织，收费低廉。
收益模式	贝壳平台收入来源包括：链家独立完成或与其他品牌经纪公司合作完成交易的居间服务佣金、向加盟品牌收取的特许经营费和向其他合作品牌收取的平台服务费（按其在平台上赚取佣金的一定比例收取）、其他增值服务的报酬。 贝壳平台收取的特许经营费和平台服务费不是固定的，而是抽取一定比例的佣金。	MLS 的收益来源包括会员费、增值服务费（信息资源出售收益、咨询收益）。主体为会员费，是固定的且较低，不足经纪人收入的 1%。
治理机制	ACN 系统有一系列的协议和规则作为运行的基础，2020 年 7 月贝壳提出《新经纪守则》或称为未来平台治理机制的重要组成部分。 ACN 对于经纪人的治理方式包括贝克分数、贝壳币、信用分三类，对经纪门店也有专门的评价体系，治理方式更偏公司自有规定性质。 ACN 的治理更倾向于平台自身的协议和以效率导向的考核体系。	MLS 的背后是一个由所有联盟会员共同认同并遵守的行业从业人员行为准则。MLS 的所有者为 NAR，美国 90%的经纪人都在 MLS 中注册，系统中所有的协会、经纪机构和经纪人最终都是接受 NAR 的管理，需要严格遵守国家行业协会制定的规则，一旦违规，会员资格会被暂停或取消。 MLS 的治理更倾向于行业规则和法律法规。
商业模式	贝壳向 B 端和 C 端同时开放，房产客户不论买方还是卖方均可浏览房屋信息，获得行业资讯。 贝壳找房大中华南区 COO 张海明：如果 B 端和 C 端有冲突会选择 C 端；贝壳在 B 端所定制的规则都是依托于 C 端诉求，比如“真房源”。	美国的 MLS 只开放 B 端，对经纪公司和经纪人开放，不对 C 端消费者开放；MLS 的模式是房源联卖，没有 C 端流量。
运营机制	ACN 系统则是鼓励经纪人将业务信息发布，寻找该笔交易的合作者。 关于委托代理关系，ACN 中相关规则是：最初由特定经纪人对接的客户对该经纪人及其门店经理可见。但是，如果经纪人无法跟进，则客户将在“共享池”中可见，同一门店中的其他经纪人可以主动获得所有权。门店经理还可以将共享池中的客户分配给门店中的特定经纪人。	根据 NAR 规定的 MLS 守则，经纪人须在签订合同后的 24 小时内将房源信息上传至 MLS 系统。在信息上传至 MLS 后，该信息为所有经纪人可见，经纪人均可为促成这笔交易努力。 在 MLS 系统下，委托经纪人与卖方建立的委托代理关系一般为独家代理关系，卖方赋予特定经纪人在特定时期内(通常为 60 天或者 90 天)寻找买方的专有权。独家代理包括：独家挂牌销售协议（卖方业主同意不论最终房产是通过经纪人努力而卖出，还是通过业主自己或他人卖出，都应向经纪人支付佣金）和独家挂牌经纪协议（若最终房屋是通过该经纪人或其它任何经纪人努力卖出，卖方业主应向经纪人支付佣金；若最终房屋是业主通过自己努力卖出，则有权利不向经纪人支付佣金）。 MLS 不承认非独家代理关系（如开放代理协议）
技术赋能与系统	ACN 不只是房地产信息发布和协作完成交易的系统，还包括一系列复杂的技术设计和数据支持。 楼盘字典：贝壳建立了中国最全面的房地产数据库，覆盖 332 个城市、2.26 亿套房产；平台上的经纪人可以通过 SaaS 系统在楼盘字典中浏览与自己城市相关的信息或提出修改。楼盘字典帮助核实房源清单的真实性，并提供房产估价服务。 贝壳应用大数据和人工智能算法来分析交易和行为数据，以推荐更有可能成功出售的优质商品，从而收集到更多高质量的数据，从而可以进一步提高贝壳的建议准确性并缩短交易周期。 SaaS 系统跟踪经纪人与客户的互动，以确保及时沟通；贝壳平台收集经纪人活动数据，为经纪人进一步构建各种数据模型，通过 AI 技术进行经纪人行为预测，降低离职率。	MLS 系统具备房源管理、客户管理、成交业绩、店务管理等管理功能，为企业管理者提供信息服务。 MLS 还具备配对查询功能，并为客户提供电子地图、网上播放实地录像对房屋进行考察。经纪人可以通过共享房源数据库和客户需求数据库寻找客户或房源，提高效率。
增量服务	贝壳平台还为客户提供了全过程支持和金融服务（包括安全支付、房屋托管、按揭服务、产权清算和担保、过渡贷款和其他金融解决方案）、家居装修服务等增量业务。	MLS 不具备此类增量服务。

资料来源：诸葛找房数据研究中心，《中国房地产估价与经纪》，《地产》杂志，华泰证券研究所

贝壳平台服务对象：涵盖需求终端、经纪商和开发公司

贝壳平台主要包括三类用户：客户、经纪商和房地产开发商。2020Q2 贝壳平台的 MAU（月活跃用户人数）达到 3900 万。

住房客户：提供经纪服务、全过程支持及家居装修。住房客户包括购房者和卖方、房东和租户四类。

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1. 二手房和新房出售、房屋租赁的经纪服务：贝壳主要通过线下经纪人和门店网络以及线上客户前端提供经纪服务。线上客户前端是平台功能模块中的一个模块，包括 ke.com 网站、贝壳应用程序、贝壳微信小程序三部分。客户前端为顾客提供二手房、新房及房屋租赁的房源清单以及相关信息（对于二手房，客户可以查看 VR、平面图、经纪人对房源的评论、同一社区的交易历史等信息；对于新房，贝壳提供楼层平面图、销售数据、经纪人评论及其他住房客户的讨论；对于房屋租赁，客户可以查看设施和家具、租金、押金等信息；另外，客户还可以获得交通、教育、医疗保健等社区信息，这些信息来源于贝壳 ACN 系统的“真实房源”清单），选择经纪人并与经纪人建立即时联系，了解房屋销售流程、市场新闻等内容。通过线上平台，客户与经纪人联系使客户可以在线下快速找到门店和经纪人，从而为顾客高效便捷地提供本地服务。

2. 全过程支持和金融服务，包括安全支付、房屋托管、按揭服务、产权清算和担保、过渡贷款和其他金融解决方案。

3. 家居装修服务：贝壳通过客户前端，经纪门店和体验中心，探索客户对房屋装修的需求；严格挑选合作承包商，并直接控制供应链，管理施工团队执行工作。客户可以在贝壳装修 APP 挑选设计师，通过 VR 体验房屋的未来状况，贝壳平台为顾客显示各种可能的设计方案达到更好的匹配。

图表9： 贝壳客户前端及其功能展示

资料来源：贝壳找房 APP，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

经纪商：自营品牌和合作品牌兼有。截至 2020H1，贝壳平台连接超过 45.6 万名经纪人和超过 4.2 万家以社区为中心的门店，连接 265 个房地产经纪品牌，具体可分为三类公司：其一是链家，是贝壳旗下的自营品牌；其二是德佑，是贝壳旗下的加盟品牌，主要用于赋能小微房地产经纪公司；其三是其他合作品牌，它们通常拥有较多的门店和经纪人，在所在区域已经形成一定品牌力，因此得以保留自身品牌。

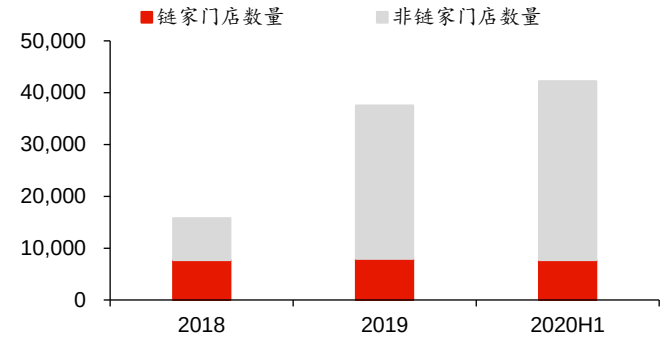
贝壳为经纪品牌提供的服务包括：

1. 平台服务：经纪商能够访问“真实房源”清单，自动进行基于角色的佣金分配，并协同使用不同的模块，包括 SaaS、数据与技术、培训与招聘、签约服务等；
2. 品牌服务：允许小型经纪店加入到著名经纪品牌的业务中，受益于更好的质量控制和潜在客户转换；
3. 金融服务，如商业贷款。

作为回报，经纪品牌遵循 ACN 以及平台上的其他协议，并根据合作的深度为贝壳缴纳特许经营费（针对加盟品牌）或平台服务费（针对其他品牌）。

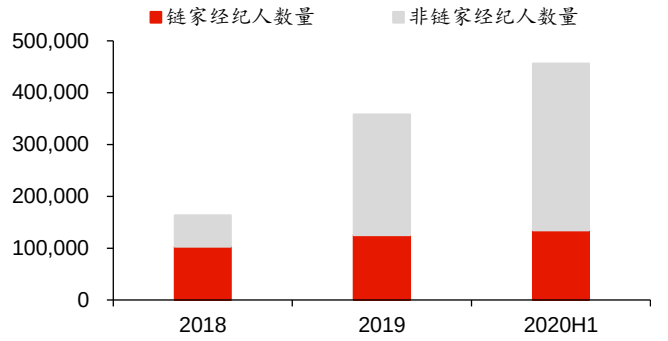
根据贝壳招股说明书，从 2018-2020H1，链家门店数量由 7673 家增加至 7700 家，经纪人数量由 10.27 增加至 13.42 万人，增幅并不明显；而非链家门店数量由 8136 家增加至 34547 家，经纪人数量由 6.09 万人增加至 32.18 万人，在贝壳平台诞生（2018 年 4 月）后取得了明显增长。根据德佑官网，2019 年德佑门店超过 15000 家，经纪人数量超过 12 万，而贝壳平台上的其他合作品牌门店数量约为 14600 家，经纪人数量约为 11.28 万人。

图表10： 贝壳平台链家和非链家门店数量（单位：家）



资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

图表11： 贝壳平台链家和非链家经纪人数量（单位：人）



资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

大量的非链家品牌已经成为贝壳平台不可或缺的组成部分。2020H1 贝壳平台上约 77.7%的二手房信息由非链家品牌经纪人发布，2019 年贝壳 GTV 中 46.9%来自非链家品牌。2019 年贝壳平台二手房交易的 70%以上涉及 ACN 跨店合作，平台关联门店平均店效由 2018H2 的 1090 万元/店提升至 2019H2 的 2030 万元/店。

房地产开发商：助力开发商新房销售。根据 CIC 报告，随着发达地区城市群的土地供应日益受限，新房规模预计将减少，这将使房地产开发商维持庞大的全职销售团队的经济可行性降低。新房项目越来越多地位于城市群中的边缘城市，给开发商带来了销售困难。新房销售市场中供求关系的变化也使房地产开发商有效地定位和转换客户以缩短销售周期变得更加重要。

贝壳平台利用广泛的住房客户基础，充当新房项目的强大销售渠道，为房地产开发商提供全面的销售解决方案，包括经纪服务，销售计划，接待服务，在线营销等。对于平台推动的新房销售，房地产开发商通常会在购房者签署买卖协议并支付首付款后向贝壳支付佣金。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

根据 CIC 报告，贝壳平台已经成为中国最大的新房销售平台。贝壳平台上的新房项目数量从 2018 年 12 月 31 日的 3,486 个增加到截至 2019 年 12 月 31 日的 7,769 个，分别约占同期中国销售的新住宅项目总数的 9%和 22%。截至 2019 年 12 月 31 日，贝壳平台新房销售的 GTV 达到 7476 亿元。

业务：链家之外二手房和新房交易规模和业绩快速扩张

贝壳平台将自身业务划分为 3 类，分别为二手房交易服务、新房交易服务、新兴和其他服务。

二手房交易服务：非链家 GTV 大幅提升推动营收增长和贡献率改善

二手房交易服务指贝壳平台上的房地产经纪公司为交易双方提供二手房买卖或租赁的居间服务，从而赚取服务佣金。贝壳平台的收入来源包括：1、链家独立完成或与其他品牌经纪公司合作完成交易的居间服务佣金；2、向加盟品牌收取的特许经营费和向其他合作品牌收取的平台服务费，两者按其在平台上赚取佣金的一定比例收取；3、其他增值服务的报酬，包括交易完成服务、现场辅助工作（如房源验证、经纪人招聘和培训服务）等。

其中，居间服务佣金的收入和成本确认方式与链家在交易中扮演的角色有关，若链家独立完成交易或在合作交易中为主代理人，则佣金全额确认为贝壳收入，其中分配给链家和其他品牌经纪人的佣金均确认为主营业务成本；若其他品牌为主代理人，则只有归属于链家的佣金确认为贝壳收入，其中分配给链家经纪人的佣金确认为主营业务成本。

图表12： 贝壳平台二手房交易服务佣金的收入和成本确认方式

	收入确认方式	成本确认方式
交易由链家独立完成	佣金全额确认为贝壳收入	分配给链家经纪人的佣金确认为 Commission and compensation - internal
交易由链家和其他品牌合作完成，链家为主代理人	佣金全额确认为贝壳收入	分配给链家经纪人的佣金确认为 Commission and compensation - internal，分配给其他品牌经纪人的佣金确认为 Commission - split
交易由链家和其他品牌合作完成，其他品牌为主代理人	归属于链家的佣金确认为贝壳收入	分配给链家经纪人的佣金确认为 Commission and compensation - internal

注：主代理人为与交易双方签订居间合同、能够决定服务价格和内容的房地产经纪公司

资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

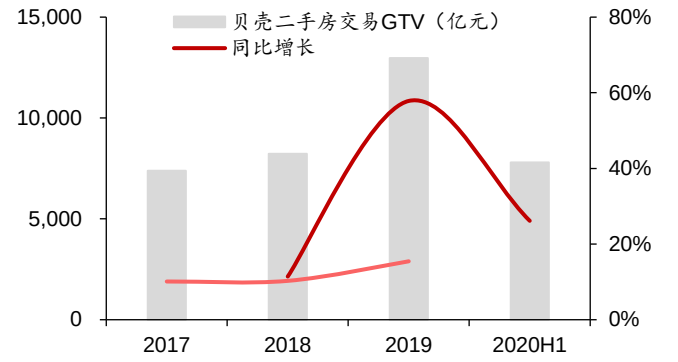
根据贝壳招股说明书和 CIC 的数据，2017-2019 年贝壳平台二手房交易 GTV（包括买卖和租赁）由 7377 亿元增长至 12974 亿元，市占率由 10.11%增长至 15.44%。2019 年链家二手房交易 GTV 为 8550 亿元，同比增长 9%；非链家二手房交易 GTV 为 4424 亿元，同比增长 1066%，占比已达到 34%。随着非链家品牌门店和经纪人数量的快速增长，链家之外的品牌作为主代理人的二手房交易数量由 2018 年的 2.9 万个迅速提升至 2019 年的 31.3 万个，驱动了 GTV 的提升。

由于受到新冠疫情影响，2020Q1 链家门店平均暂停经营时间超过 1 个月，经营受到较大影响。但随着 2020Q2 公司经营逐步恢复正轨、房地产滞后需求逐步释放，公司经营数据迎来 V 型反转。2020H1 贝壳平台二手房交易 GTV 同比增长 26%，其中链家二手房交易 GTV 同比下滑 7%，非链家二手房交易 GTV 同比增长 122%，主要因为连接门店和经纪人数量的快速提升抵消了疫情带来的负面影响。

liaohan.net nblax520.com

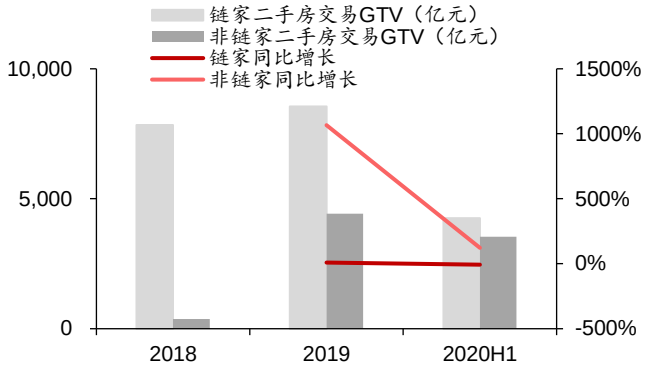
lax889889.com 299520.xyz

图表13： 贝壳二手房交易 GTV、同比增速和市占率



资料来源：贝壳招股说明书，CIC，华泰证券研究所

图表14： 贝壳平台链家和非链家二手房交易 GTV 和同比增速

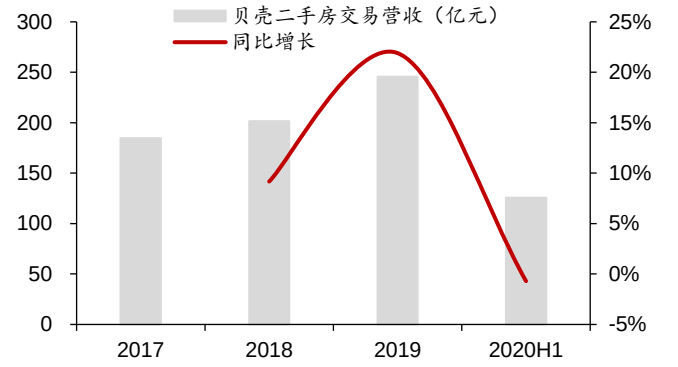


资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

根据贝壳招股说明书，2017-2019 年贝壳平台二手房交易营收由 184.61 亿元增长至 245.69 亿元，2019 年增速提升至 22%，主要因为：1、链家和非链家二手房交易 GTV 均实现增长，尤其是非链家品牌增长显著；2、佣金率由 2018 年的 2.49%提升至 2.56%。2017-2019 年贝壳平台二手房交易贡献（公司衡量分业务业绩的特殊指标，=分业务营收-分业务分配给经纪人的佣金）由 56.35 亿元增长至 95.54 亿元，贡献率（=分业务贡献/分业务营收）由 30.53%提升至 38.89%，主要因为：1、来自非链家品牌的特许经营费和平台服务费由 0.26 亿元大幅增加至 15.47 亿元，这部分收入不会产生分佣；2、公司优化了链家经纪人的分佣机制。

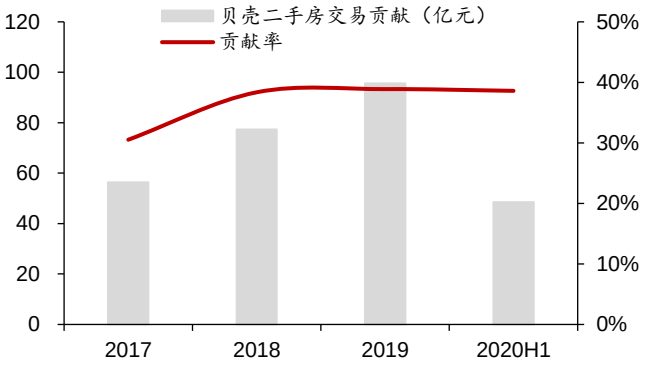
2020H1 贝壳平台二手房交易营收同比降幅由 Q1 的 44%收窄至 1%，二手房交易贡献率稳定在 38.60%。来自非链家品牌的特许经营费和平台服务费达到 11.25 亿元，同比增长 128%。

图表15： 贝壳二手房交易营收和同比增速



资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

图表16： 贝壳二手房交易贡献和贡献率



资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

新房交易服务：营收逐步超越二手房，非链家增速尤其亮眼

新房交易服务指贝壳平台上的房地产经纪公司为房地产开发商提供新房销售服务（通常是作为销售渠道协助引流），从而赚取服务佣金。贝壳会与开发商签订新房代理合同，不同项目的结算条款和佣金率不尽相同，履行合同前需要支付一笔定金，2019 年末该类定金达到 33 亿元。由于开发商结算账期较长，贝壳通常会在客户签订新房销售合同后定期向经纪公司提前垫付佣金，之后再统一向开发商结算，2019 年末新房业务应收开发商结算款达到 78 亿元，应付经纪人结算款则为 35 亿元。

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

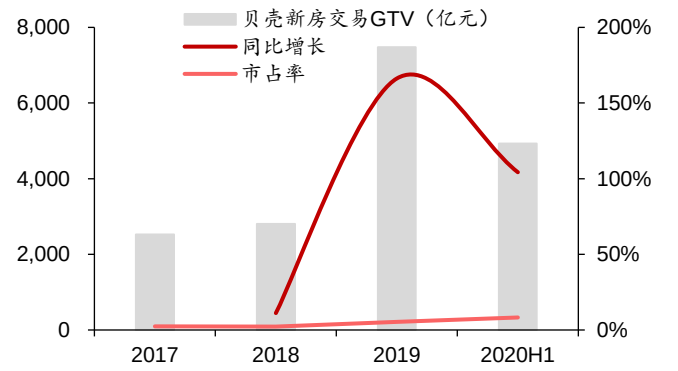
lax889889.com 299520.xyz

在新房交易中，链家总是作为主代理人（与开发商签订合同，能够决定服务价格和内容），佣金全额确认为贝壳收入，其中分配给链家经纪人的佣金确认为主营业务成本（Commission – internal）；若有其他品牌合作交易，分配给其他品牌经纪人的佣金也将认为主营业务成本（Commission – split）。

根据贝壳招股说明书和 CIC 的数据，2017-2019 年贝壳平台新房交易 GTV 由 2526 亿元增长至 7476 亿元，市占率由 2.30%增长至 5.38%。2019 年链家新房交易 GTV 为 2017 亿元，同比增长 42%；非链家二手房交易 GTV 为 5459 亿元，同比增长 294%，占比达到 73%。2019 年公司发力扩张新房业务，新房销售项目由 2018 年的 3486 个大幅提升至 2019 年的 7769 个，新房交易数量由 2018 年的 19.6 万个大幅提升至 2019 年的 53.3 万个，尤其是非链家品牌的新房交易规模出现明显增长。一方面更多房企将贝壳视为重要的分销渠道，百强房企均与贝壳进行了合作；另一方面非链家门店和经纪人数量大幅增加，使得贝壳平台新房分销能力显著提升。

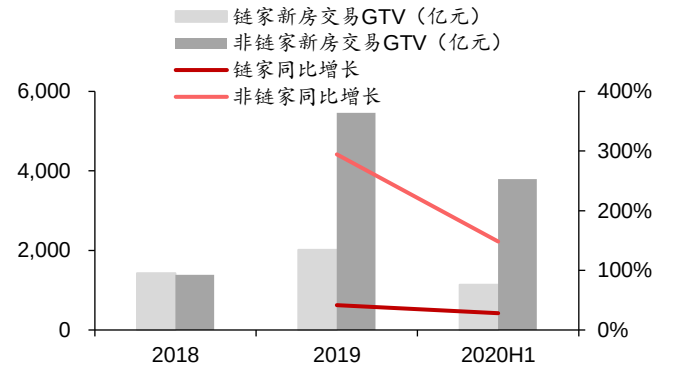
2020H1 尽管受到新冠疫情影响，贝壳平台新房交易 GTV 依然同比增长 104%，市占率达到 8.27%，链家、非链家新房交易 GTV 分别同比增长 28%、148%，非链家增速尤其亮眼。

图表17： 贝壳新房交易 GTV、同比增速和市占率



资料来源：贝壳招股说明书，CIC，华泰证券研究所

图表18： 贝壳平台链家和非链家新房交易 GTV 和同比增速



资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

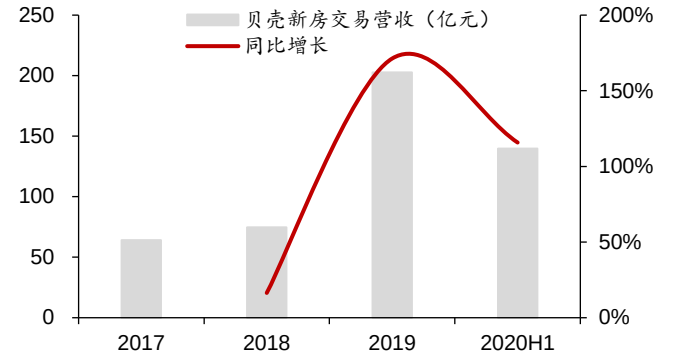
根据贝壳招股说明书，2017-2019 年贝壳平台新房交易营收由 64.19 亿元增长至 202.74 亿元，2019 年增速大幅提升至 171%，主要因为链家和非链家新房交易 GTV 均实现快速增长，尤其是非链家品牌增长显著。2017-2019 年贝壳平台新房交易贡献由 28.66 亿元增长至 49.19 亿元，但贡献率由 44.65%下滑至 24.26%，主要因为更多的新房交易由非链家品牌完成，分配给经纪人的佣金有所提升。

2020H1 尽管受到新冠疫情影响，但由于 GTV 的增长和佣金率的提升（由 2019H1 的 2.68%提升至 2.83%），贝壳平台新房交易营收仍然同比增长 116%。此外，贝壳在新房分销领域取得领先优势后开始优化分佣结构，2020H1 新房业务贡献率小幅回升至 25.07%。

liaohan.net nblax520.com

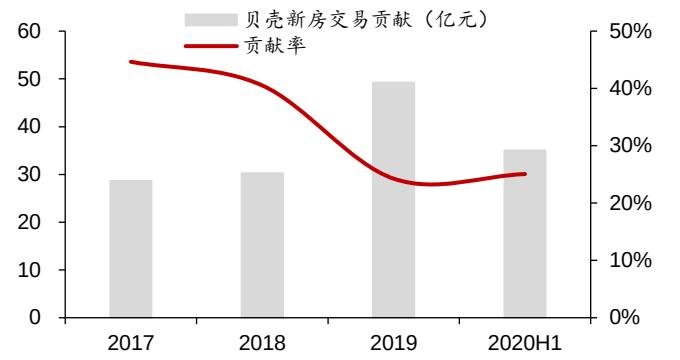
lax889889.com 299520.xyz

图表19： 贝壳新房交易营收和同比增速



资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

图表20： 贝壳新房交易贡献和贡献率



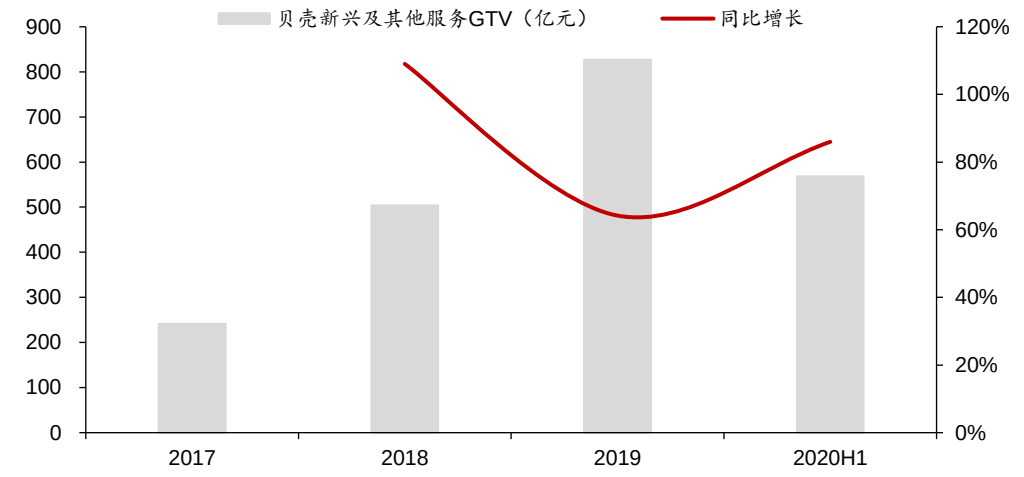
资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

新兴和其他服务：方兴未艾

新兴和其他服务主要包括住房交易相关的金融服务和装修服务，通常在服务提供后确认收入。根据贝壳招股说明书，2017-2019 年贝壳平台新兴及其他服务 GTV 由 241 亿元增长至 827 亿元，营收由 6.25 亿元增长至 11.73 亿元，业绩贡献由 4.08 亿元增长至 9.43 亿元，贡献率由 65.20%增长至 80.44%。这类业务贡献率较高，因为主要依靠公司系统和资源提供服务，经纪人参与度较小、分佣较低。

2020H1 新兴及其他服务 GTV、营收和贡献率依然实现增长，主要因为房地产金融服务收入同比增加 1.40 亿元。

图表21： 贝壳新兴及其他服务 GTV 和同比增速

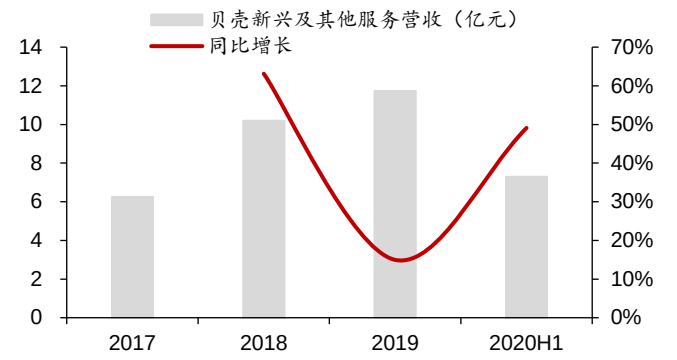


资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

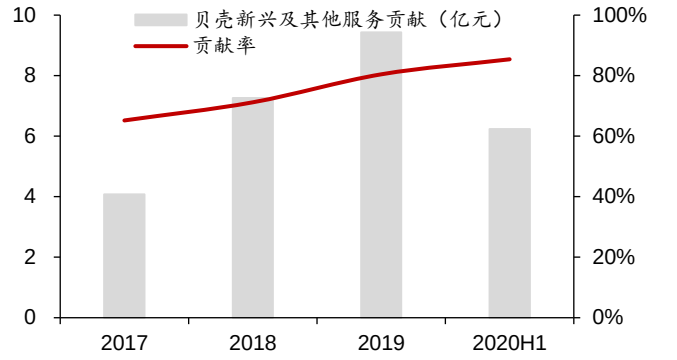
lax889889.com 299520.xyz

图表22： 贝壳新兴及其他服务营收和同比增速



资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

图表23： 贝壳新兴及其他服务贡献和贡献率



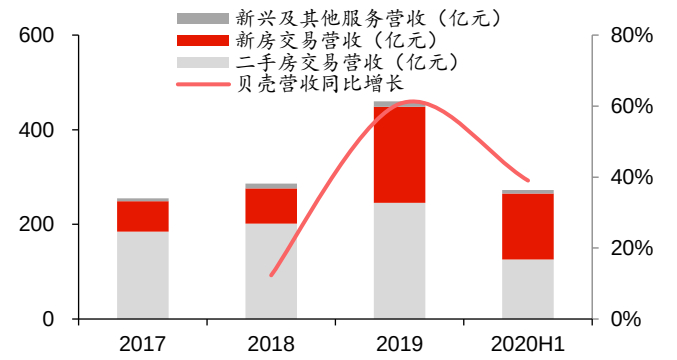
资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

财务：新房业务驱动营收高增，2020H1 逆势实现净利润 16 亿元

营收方面，2017-2019 年贝壳营收由 255.06 亿元增长至 460.15 亿元，其中新房业务营收占比由 25%提升至 44%，是 2019 年营收快速增长的主要驱动因素。2020H1 新房业务继续快速增长，营收占比进一步提高至 51%，成为公司业绩在疫情影响下保持韧性的重要支柱，背后根本原因是非链家品牌和交易规模的快速增长。

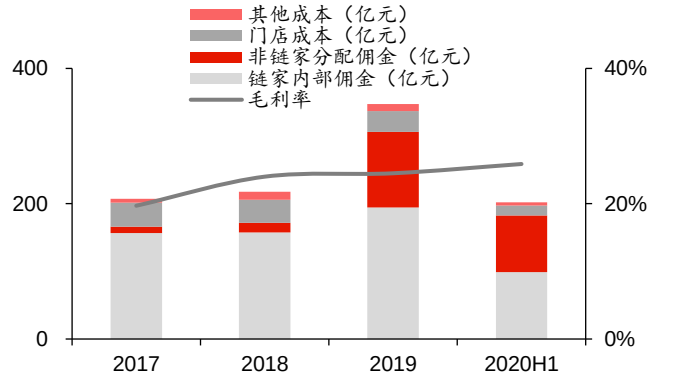
主营业务成本方面，非链家交易规模快速攀升导致非链家分佣成本大幅提升，但得益于贝壳平台带来的交易效率提升、链家内部分佣机制优化、门店租金和能效成本优化，贝壳毛利率由 2017 年的 19.7%持续提升至 2020H1 的 25.9%。

图表24： 贝壳营收和同比增速



资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

图表25： 贝壳主营业务成本结构和毛利率



资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

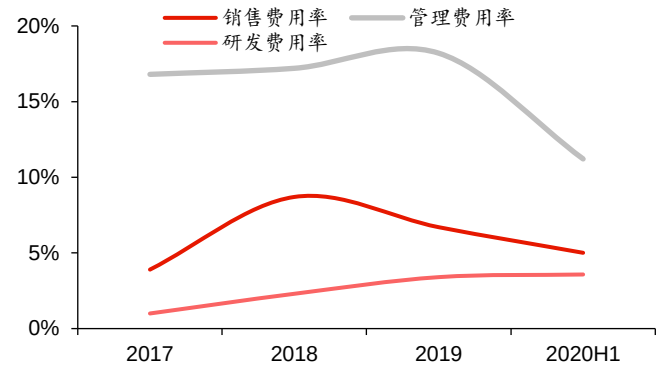
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

期间费用率方面，2018 年贝壳平台上线后公司开展大规模线上线下推广，使得销售费用率提升至 8.7%，此后相关推广力度有所减弱，2019 年销售费用率回落至 6.7%，2020H1 进一步回落至 5.0%。2019 年贝壳面向高管团队推出股权激励计划，导致管理费用率进一步提升至 18.2%，2020H1 相关开支暂时较少导致管理费用率回落至 11.2%。贝壳高度重视平台基础设施的升级迭代，2017-2020H1 研发费用率由 1.0%持续提升至 3.6%。

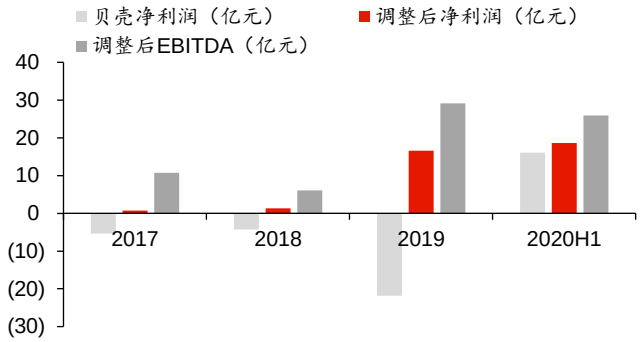
盈利方面，虽然 2017-2019 年贝壳持续出现净亏损，且 2019 年净亏损大幅扩大至 21.80 亿元，但在加回股权激励费用、2019 年收购中环以及 2018 年与腾讯就广告和云服务方面的合作产生的无形资产的摊销等调整项后，调整后净利润持续为正，2019 年达到 16.56 亿元。进一步加回利息支出、税收费用、折旧费用等调整项后，调整后 EBITDA 亦持续为正，2019 年达到 29.17 亿元。2020Q1 受新冠疫情影响，贝壳净亏损 12.31 亿元，但马上迎来反转，Q2 录得净利润 28.39 亿元，创下单季度盈利新高。2020H1 累计实现净利润 16.07 亿元，调整后净利润、调整后 EBITDA 分别为 18.61、25.93 亿元。

图表26： 贝壳销售、管理、研发费用率



资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

图表27： 贝壳净利润、调整后净利润和调整后 EBITDA



资料来源：贝壳招股说明书，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

国内经纪业务的发展：从野蛮生长到规范创新

历史：2008 年迎来规范发展，2011 年拥抱移动互联网和产业互联网浪潮

伴随着中国房地产市场的快速发展，中国大陆房地产经纪行业走过了 1998 年之前的复苏期、1998-2008 年的快速发展期、2008-2011 年的行业整合与调整期、2011 年至今的移动互联网和产业互联网融合发展阶段。

2008 年金融危机后，房地产经纪行业整合加速，本土品牌占据市场主流，期间多部门联合制定和细化房地产经纪行业的管理规范，房地产经纪行业开始走上健康规范的发展道路。同时传统互联网营销盛行，房地产商利用互联网媒体、社交网络、搜索引擎等平台开展线上营销。

2011 年伴随着移动互联网时代的到来，移动互联网利用线上线下结合能力，将房地产的营销和服务推上了新台阶，促进了房产商和房产信息服务平台等的移动化；智能移动终端、大数据、人工智能、VR/AR 等的兴起，赋予房地产行业以更加积极主动的态度深化移动互联网服务水平；同时随着 5G、云计算等新基建的加速发展，房地产行业或将进入数字经济时代，房地产市场各细分产业链将在线上和线下深度融合。

2011 年后，房地产线上交易平台的出现，标志着房地产交易 O2O 这一商业模式开始出现。房多多、Q 房网、平安好房、爱屋吉屋、链家网等相继成立，2014 年乐居在纽交所上市。同时，行业集中度不断上升，58 同城收购安居客成立 58 安居客房产集团，链家地产先后完成对上海德佑地产、21 世纪不动产等十余家同行的并购和加盟，中介行业产业链形成了“中小企业+大型品牌公司+O2O 平台”的发展格局。

图表28： 中国大陆房地产经纪行业发展阶段

时期	阶段进展	阶段痛点	活跃主体
1998 年以前：复苏期	房地产经纪活动确立了合法地位，开始逐步走向市场化，私营企业开始出现	房地产经纪行业组织尚未成型，行业规则尚不完善，整体服务水平较低	“房地产交易所”；房地产经纪企业，如深圳国际房地产咨询股份有限公司；从事房产经纪活动的民间人员
1998-2008 年：快速发展期	房地产经纪公司大量成立，房地产经纪从业人员队伍不断扩充，行业业务由简单的提供信息升级为新房的营销策划、销售代理以及二手房的咨询顾问、手续代办、相关金融服务等，实现行业规模与服务质量的双重快速发展	房地产经纪行业信息不透明，虚假房源、价格壁垒、阴阳合同等诚信问题层出不穷，同时也出现首付贷、高利息等金融漏洞，致使消费者利益和行业声誉严重受损，产生房地产经纪行业的信任危机	中原、21 世纪中国不动产、链家、世联地产、易居
2008-2011 年：整合调整期	房地产经纪行业整合加速，本土品牌崛起占据市场主流；多部门联合制定和细化房地产经纪行业的管理规范，企业开始制定并遵循合理规范的行业标准，房地产经纪行业开始走上健康规范的发展道路	中介企业集中度分散，行业格局变化不稳定	中大恒基、顺驰、链家、我爱我家
2011 年至今：移动互联网 O2O 期	房地产行业不断顺应互联网发展潮流，在增强适应线上、线下场景的产品和服务能力同时，积极利用新兴技术、科技产品、商业模式等提升营销数字化和数据智能化，以“互联网+”、移动互联网、5G、物联网为契机，保持创新成果与房产行业各链条、各领域的深度融合，整体增强房产行业的创新力和生产力	线上营销平台信息真假混杂，线上模式相较线下锁定顾客能力下降，小型企业业务流失严重	房多多、吉屋、Q 房网、平安好房、爱屋吉屋、链家网

资料来源：TalkingData，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

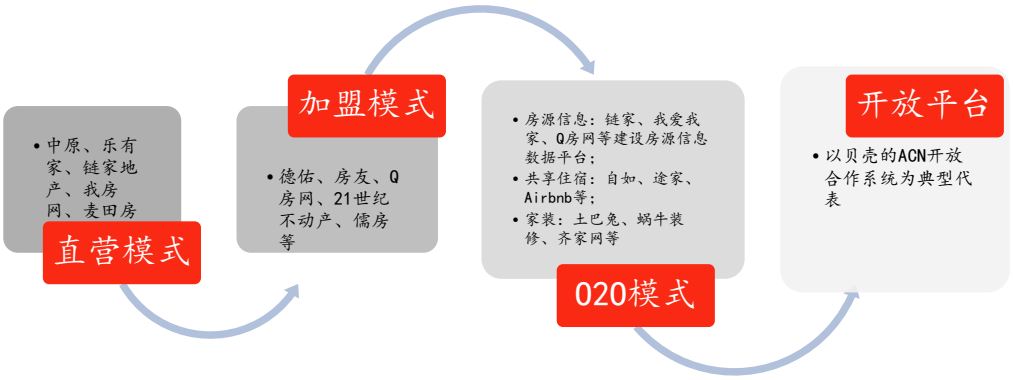
lax889889.com 299520.xyz

路径：从直营、加盟到互联网和一体化开放平台

目前中国二手房经纪领域的参与者主要包括四类：第一类是二手房经纪商，传统模式以链家、中原、我爱我家为代表，主要业务为二手房出售与租赁经纪业务；第二类是互联网垂直网站模式，以 58 同城、房天下、安居客为代表，使用线上媒体提供房源信息，通过在线广告流量变现；第三类是新房代理，以易居、世联行为代表，通过开发商服务外包的形式代销新房；第四类新兴模式以贝壳、Q 房网等 O2O 平台，以及房多多、大房鸭等电商平台为主。

在发展路径上，房产交易服务模式从重到轻呈现出四种形态：直营模式、加盟模式、O2O 模式、平台化模式。

图表29： 地产交易服务模式演变



资料来源：华泰证券研究所

直营优势在于能够形成从房源、获客再到房产买卖的完整闭环，对于门店和经纪人能够形成强管控，但劣势在于规模无法快速扩张和对重运营的要求。在当下，直营模式房源获取难度大、成本高，重度垂直门店模式在逆周期抗风险能力较弱，链家等直营经纪公司开始通过合伙制等方式积极求变。

加盟模式是直营模式弊端的一大解决方案，能从品牌的知名度、培训、系统、运营支持等方面实现企业优势整合、链接共享。如 2016 年，21 世纪不动产进行 M+模式改造，对外称要做全球最重的加盟模式。21 世纪不动产通过品牌影响力吸引中小经纪公司加入后，对加盟企业进行品牌、技术和管理模式等输出，以内部 MLS（房源共享系统）为基础实现房源共享、业务合作，提升运营效率，扩大品牌影响力。加盟模式虽然能够实现一定的轻资产扩张，但是品牌管控弱化以及加盟门店效能偏低的问题仍待解决。

O2O 模式是随着互联网电商的兴起，房地产经纪行业也走向线上，房地产商利用互联网媒体、社交网络、搜索引擎等平台开展线上营销，并将线下数据智能化，从营销、售卖、租赁、家装等方面催生出“互联网+房产”的多种业态。O2O 模式经历了 2014-2015 年互联网中介佣金战的冲击之后，逐渐证明传统线下经纪商转型线上的优越性。目前线下端依然以传统经纪商为主，线上端以经纪商自有平台以及部分专业信息网站和电商网站为主。O2O 模式改变了行业生态，同时线下到线上的数据化为管理和作业效率的提升。

平台化模式以贝壳的 ACN 开放合作系统（包含规则和协议的操作系统，通过佣金分配机制规定房屋合作交易中的角色和经纪人的权利和义务，重新定义行业参与者之间的关系）和我爱我家的“入口级多元一体化居住平台运营商”（2019 年报提出 2020-2025 年，公司将通过开展直营合伙、加盟业务、平台模式外延整合产业优质资源，严选优质的品牌、店东和第三方，实现各方共建共赢）为典型代表。借鉴美国 MLS 经验，通过平台化模式的建设，有利于规范房源信息，简化交易流程，促进经纪人之间的合作与信息共享，提高经纪人的专业化和区域化水平，将是中国房地产经纪行业未来的主流发展方向。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

现状：庞大的劳动密集型行业，堵点难点痛点依然较多

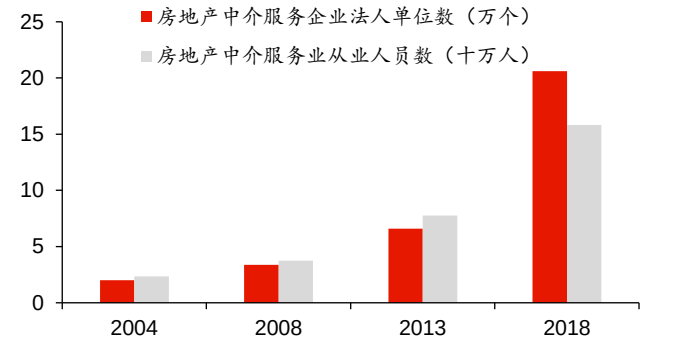
房地产经纪行业依然总体呈现出粗放发展的态势。根据 CIC 的研究，目前经纪行业依然面临缺乏信息基础设施、经纪人合作机制、高质量的经纪服务提供商、针对开发商的有效营销解决方案等行业难题。我们认为行业发展的堵点体现在合作机制的搭建，难点表现在从业人员综合能力的提升，痛点在于真房源和信任危机。

堵点：规模庞大，竞争分散

伴随着房地产行业的快速发展，经纪行业规模同步扩大，吸引了大量的从业人员。国家统计局数据显示，房地产中介服务企业由 2004 年的 2 万个增至 2018 年的 20.6 万个，CAGR 达 18.13%，从业人员由 2004 年的 23.5 万人增至 2018 年的 158.3 万人，CAGR 达 14.60%。2018 年房地产中介服务业资产 13305.2 亿元，为 2004 年的 18.5 倍，CAGR 达 23.18%。房地产中介服务业营业收入 3277.6 亿元，为 2008 年的 5.7 倍，CAGR 达 19.07%。根据中国房地产估价师与房地产经纪人学会披露，2019 年全国共有房地产经纪机构 25 万家，从业人员超过 150 万人，仅有 21 万人取得了国家房地产经纪专业人员职业资格。

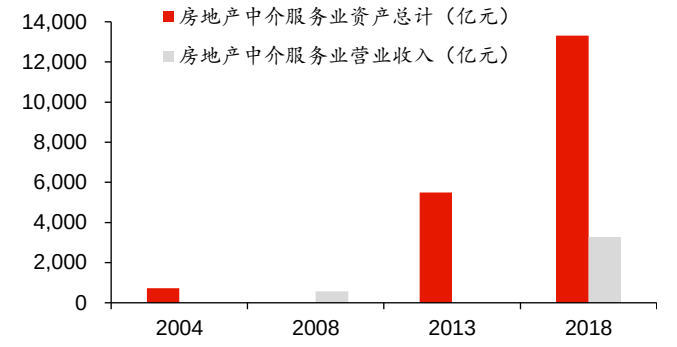
贝壳招股说明书和 CIC 研究显示，国内许多地区经纪行业参与者的业务资源有限，经纪行和房地产房产经纪人通常被限制在一个较小的地理区域内，为上市和客户资源展开激烈的竞争。如果没有有效的机制让房产经纪人共享佣金收入并根据其各自的角色进行适当激励，房产经纪人就不太可能合作，这会损害整体效率和提供高质量服务的机会。

图表30： 房地产中介服务企业/从业人员数



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表31： 房地产中介服务业资产/营业收入



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

难点：从业人员年龄低、学历低、收入低、从业门槛低

另一方面，对于从业人员而言，作为劳动密集型服务行业，经纪公司人均创收能力偏低，从业人员经验不足、学历不高、收入不稳定、从业门槛低共同导致服务质量难以提升。

58 安居客房产研究院发布的《2019 百万房地产经纪人生存报告》显示，2019 年中国房地产经纪人年龄在 20-29 岁的占 52%，从业经验 1-3 年的占 52.5%，从业人员年轻化成为行业主流。大专及以上学历占比 49.6%，整体平均学历水平不断提高。经纪人日均工作时长 9.1 小时，62.9%的经纪人有固定底薪，其中 66.4%为 3000 元以下。64.7%的经纪人主营业务为二手房交易，12.8%为二手房租赁业务，19.4%为一手房买卖。

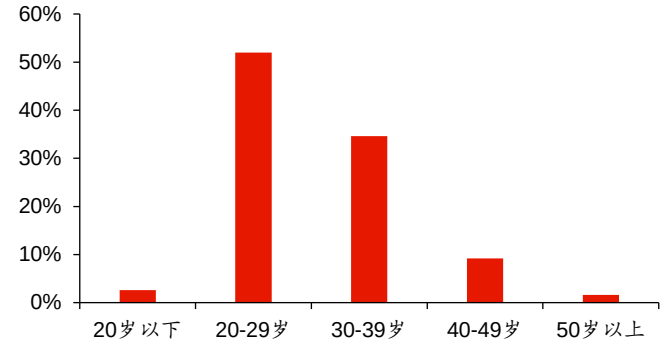
CIC 研究表明，由于高度分散的市场的激烈竞争，与较发达的市场相比，中国房产经纪人的生产率较低，这导致平均收入越来越低且不稳定，而周转率也更高。中国房产经纪人的月度流失率约为 12%，大大高于美国在 2019 年的水平。2019 年中国房产经纪人的行业经验中位数不足两年，而美国房产经纪人的年均经验则为 8 年左右。根据 CIC 报告，中国的房产经纪人也要年轻得多，中位年龄约为 30 岁，而 2019 年美国的中位年龄约为 55 岁。缺乏经验和相关的培训和指导导致行业中代理服务质量参差不齐。

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

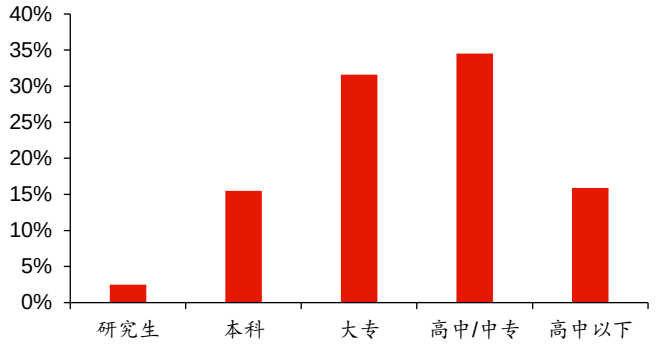
lax889889.com 299520.xyz

图表32： 2019 年房地产经纪人年龄



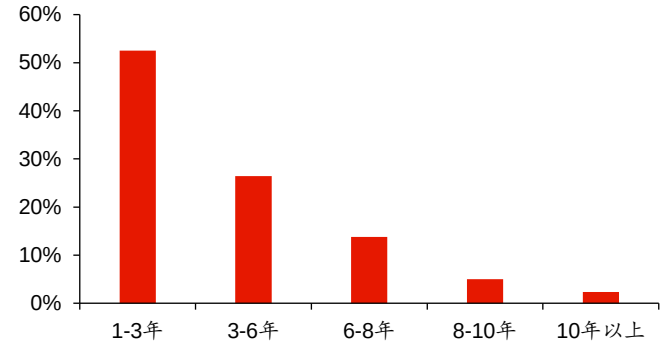
资料来源：58 安居客房产研究院，华泰证券研究所

图表33： 2019 年房地产经纪人学历



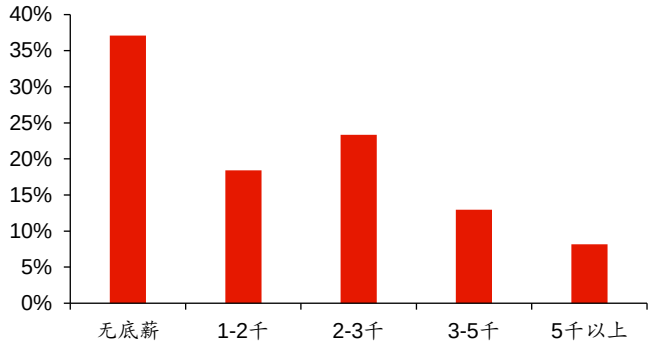
资料来源：58 安居客房产研究院，华泰证券研究所

图表34： 2019 年房地产经纪人从业年限



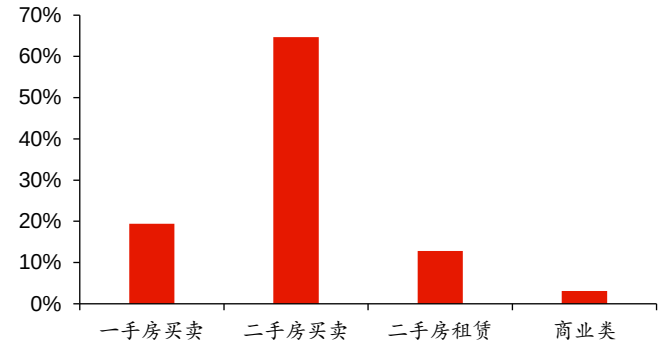
资料来源：58 安居客房产研究院，华泰证券研究所

图表35： 2019 年房地产经纪人底薪收入



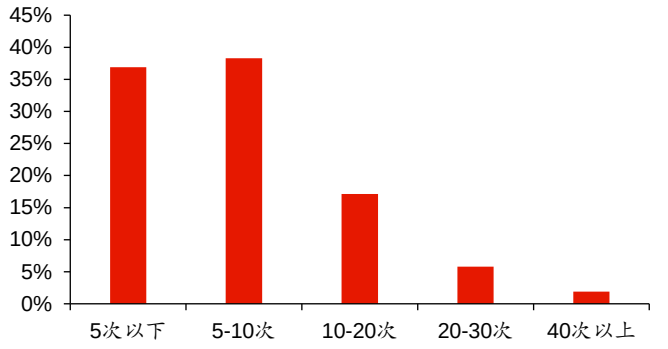
资料来源：58 安居客房产研究院，华泰证券研究所

图表36： 2019 年房地产经纪人主要业务



资料来源：58 安居客房产研究院，华泰证券研究所

图表37： 2019 年房地产经纪人带看成交次数



资料来源：58 安居客房产研究院，华泰证券研究所

痛点：真房源和信任危机仍待解决

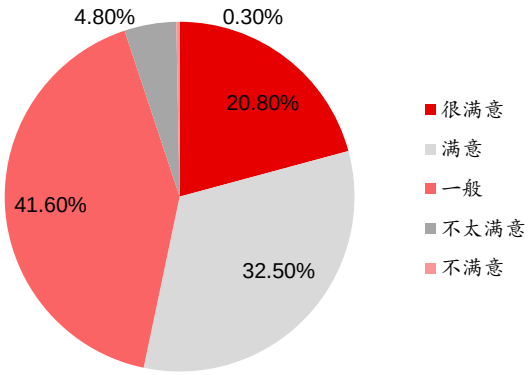
由于房地产交易频率低、交易过程专业壁垒高的固有属性，行业内房源、价格、交易等信息不透明，严重影响交易效率和消费体验。同时近年来房地产经纪行业逐渐转向互联网化，O2O 模式的兴起使得平台制造信息为线上导流、拉拢客源，大量假房源信息充斥。2016 年《中国房产服务行业消费者满意度调查报告》显示，消费者对房产中介服务很满意和满意的占比为 53.3%。中国消费者协会接到的房屋中介相关投诉数量由 2014 年的 1609 件增至 2018 年的 5696 件，并于 2019 年回落至 4506 件。其中假冒、合同、虚假宣传等诚信类问题占比在 2016-2018 年均在 60%以上，2019 年回落至 41.61%。房地产经纪行业的信任危机仍为消费者面临的严峻问题。

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

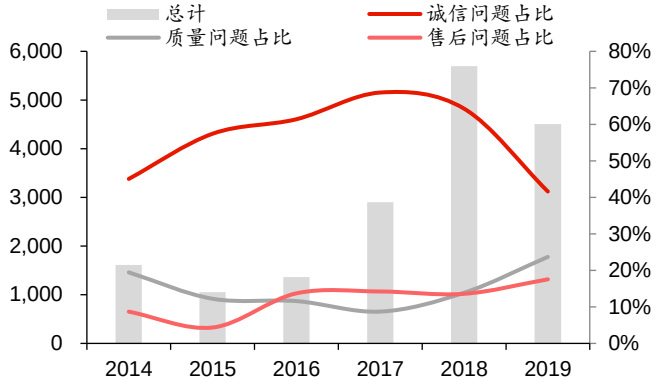
lax889889.com 299520.xyz

图表38： 消费者对房产中介服务的总体满意度



资料来源：2016 年中国房产服务行业消费者满意度调查报告，华泰证券研究所

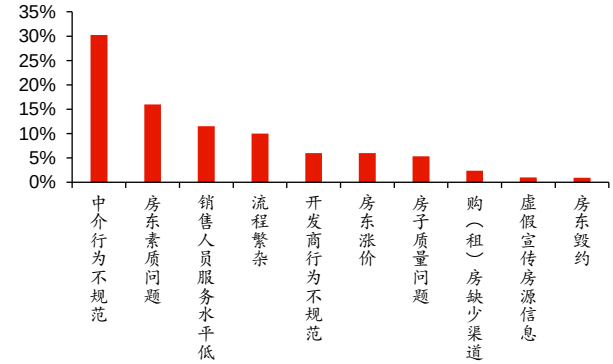
图表39： 中国消费者协会受理房屋中介投诉数



资料来源：中国消费者协会，华泰证券研究所

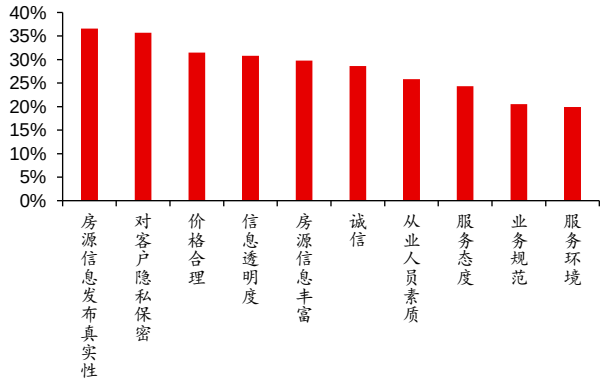
贝壳研究院 2019 年《10000+组调研样本：揭示消费者的居住痛点有哪些》显示，30.2%的消费者对房屋交易中的中介行为不规范表示不满意，高居居住不满因素的首位，其次为房东素质问题 16.0%、销售人员服务水平低 11.5%。《中国房产服务行业消费者满意度调查报告》显示，消费者选择房产中介考虑的主要原因的首位为“房源信息发布真实性”，占比 36.60%，买方和租客对行业信息的真实性和透明度具有迫切需求。2016 年行业内诚信满意度和真房源诚信满意度排名前十位的公司名单基本一致，链家、我爱我家、21 世纪不动产均分居前三位，行业内经纪公司的诚信品牌效应出现分化。

图表40： 消费者对房屋交易中不满因素



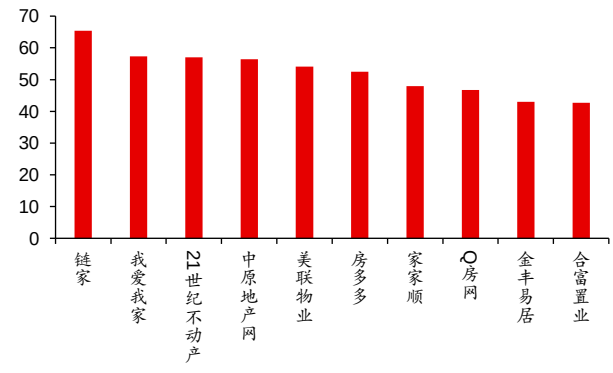
资料来源：贝壳研究院，华泰证券研究所

图表41： 消费者选择房产中介考虑的主要原因



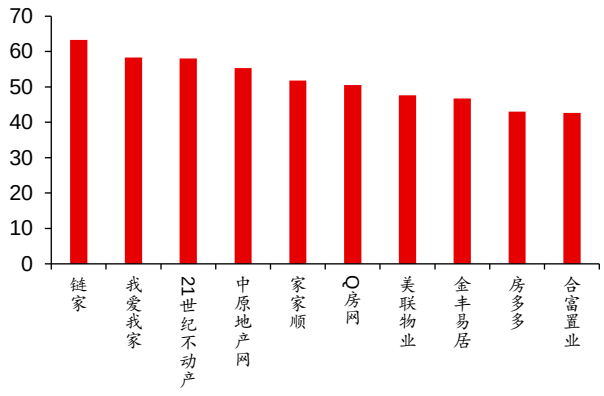
资料来源：2016 年中国房产服务行业消费者满意度调查报告，华泰证券研究所

图表42： 各房产中介诚信满意度排名



资料来源：2016 年中国房产服务行业消费者满意度调查报告，华泰证券研究所

图表43： 各房产中介真房源可信度排名



资料来源：2016 年中国房产服务行业消费者满意度调查报告，华泰证券研究所

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

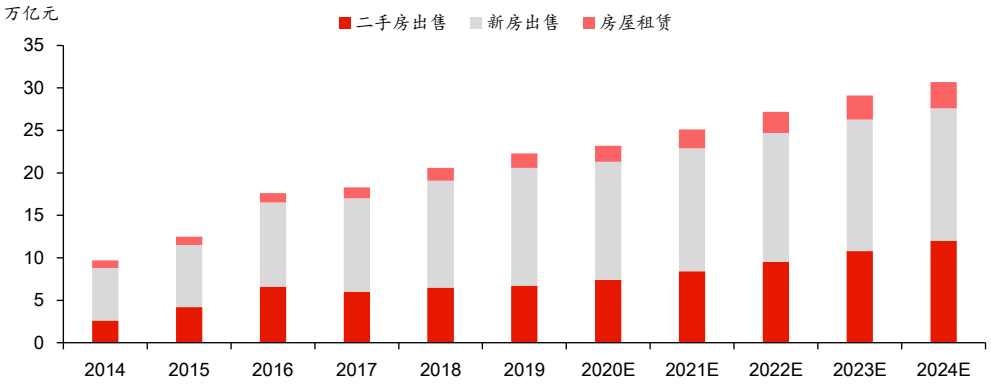
lax889889.com 299520.xyz

展望：行业空间广阔，GTV、渗透率都有望提高

2024 年中国住房市场 GTV 有望达到 30.7 万亿

CIC 报告显示，预计 2024 年中国二手房成交占比将从 2019 年的 23.8%增加至 34.7%，GTV 预计 2019 至 2024 年将以 CAGR 12.4%增长至 15.6 万亿元；中国房屋租赁的 GTV 预计 2019 至 2024 年将以 CAGR 12.8%增长至 3.1 万亿元；中国新房销售的 GTV 预计 2019 至 2024 年将以 CAGR 2.3%增长至 15.6 万亿元。综合新房和二手房买卖与租赁市场，合计 GTV 预计 2019 至 2024 年将以 CAGR 6.6%增长至 30.7 万亿元。

图表44： 中国大陆房地产二手房、新房、租赁业务 GTV 估测

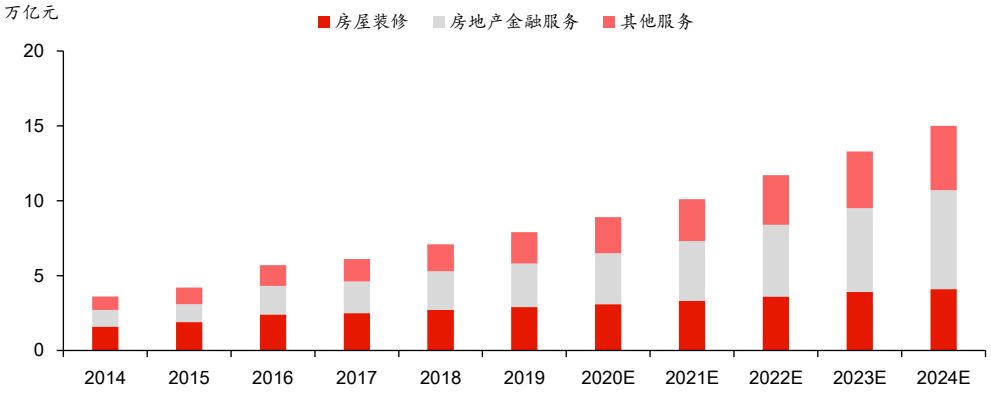


资料来源：贝壳招股书、CIC、华泰证券研究所

2024 年住房经纪衍生业务 GTV 有望达到 15 万亿

根据 CIC 报告，中国住房交易的增长以及对优质生活的需求为其他住房相关的服务（例如房屋装修，房地产金融服务和其他服务）提供了重大机遇。中国其他住房相关服务的总市场规模从 2014 年的 3.6 万亿元增至 2019 年的 7.9 万亿元，CAGR 为 17%，预计 2019 至 2024 年将以 CAGR 13.7%增长至 15 万亿元。

图表45： 中国大陆房地产二手房、新房、租赁业务 GTV 估测



资料来源：贝壳招股书、CIC、华泰证券研究所

2024 年经纪业务渗透率有望达到 62%

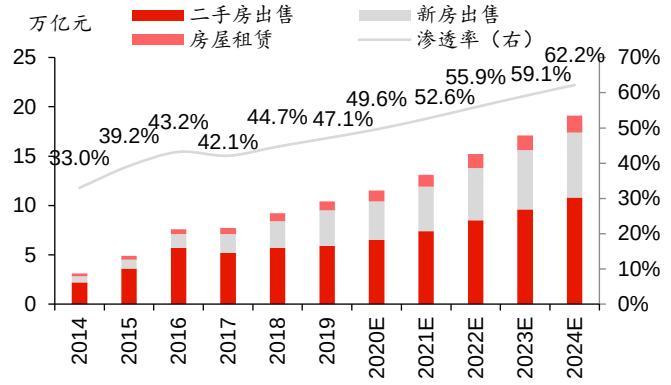
根据 CIC 的报告，中国通过经纪服务出售和租赁的房屋的 GTV 总额从 2014 年的 3.2 万亿元增加到 2019 年的 10.5 万亿元，CAGR 26.8%，预计 2019 至 2024 年将以 CAGR12.7%达到 19.1 万亿元。以 GTV 计，经纪服务在中国所有房屋交易中的渗透率（包括二手房和新房销售以及房屋租赁）从 2014 年的 33.0%增至 2019 年的 47.1%，并将在 2024 年进一步增长至 62.2%，对应的佣金收入规模预计 2019 至 2024 年将以 CAGR 15.1%增长至 5078 亿元。

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

liaohan.net nblax520.com

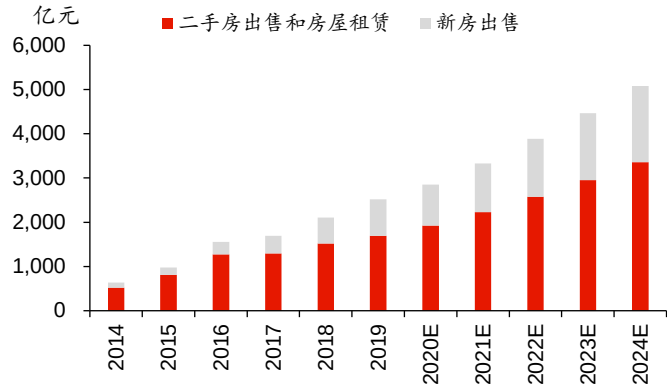
lax889889.com 299520.xyz

图表46： 通过经纪业务出售和租赁房屋的 GTV



资料来源：贝壳招股书、CIC、华泰证券研究所

图表47： 经纪服务佣金收入



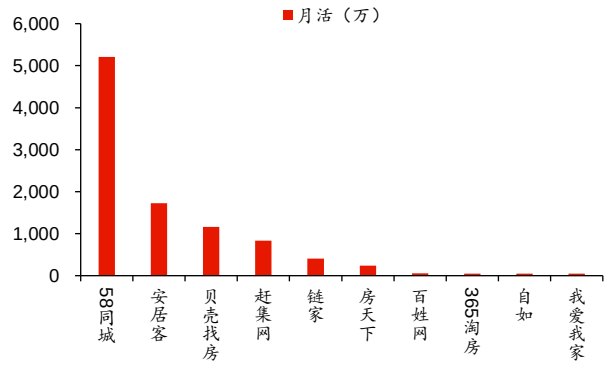
资料来源：贝壳招股书、CIC、华泰证券研究所

格局：“一超多强”的格局，2C 与 2B 的争夺

线上 C 端流量争夺

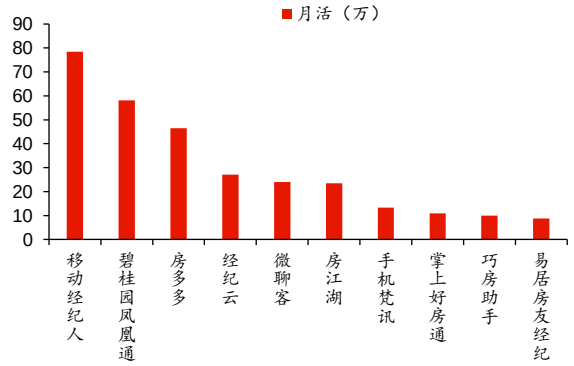
线上层面，行业竞争依然聚焦 C 端流量的争夺。TalkingData 2020 年 3 月数据显示，58 同城、安居客、贝壳找房成为主流房产流量平台，移动经纪人、碧桂园凤凰通等房产经纪平台差异则相对较小。其中 58 同城占据分类信息和服务内容广度优势，安居客、房天下等传统垂直网站传统广告效应突出，贝壳找房、我爱我家凭借品牌优势和服务闭环同样成为流量聚合高地。

图表48： 2020 年 3 月前十大房产流量平台



资料来源：TalkingData，华泰证券研究所

图表49： 2020 年 3 月前十大房产经纪平台



资料来源：TalkingData，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

线下 B 端资源整合

线下经纪层面，根据保利投顾研究院《2017 年全国存量房市场白皮书》以及各公司官网最新数据，全国存量房经纪行业的分化持续加剧，第一梯队与其他梯队之间的差距不断拉大。2017 年行业全面调控开启之后，传统直营门店在与区域本土力量的竞争中进一步扩张的性价比下降，直营系扩张速度有所放缓，线下竞争集中于头部品牌对区域中小门店资源的整合与争夺，进而聚焦产业互联网层面供给侧的改革，即产业链优化、资源共享以及行业能效提升等 B 端能力。竞争格局逐渐从此前的全面分散竞争转向头部竞争、中小合作的良性生态，头部品牌在基础设施建设和数据网络建设方面具备绝对的先发优势。

图表50： 主要房地产经纪上市公司主要业务和经营情况一览

企业	2017 年预估成交规模	2017 年主要市场	2019 年主要市场	2019 年门店数量	2019 年经纪人数量
链家	7000 亿以上	26 城，一二线城市及珠三角区域	28 城，包括北京、上海、广州、深圳、天津、成都、青岛、重庆、大连等一二线城市	8000+	近 15 万人
中原	7000 亿以上	13 城，除东北外的一二线城市	38 城，包括香港、深圳、东莞、珠海、中山、广州、佛山、厦门、重庆、四川、浙江、宁波、南京、上海、山东、大连、天津、北京、沈阳、长春等地区	2400	5.3 万人
我爱我家	1000-3000 亿	13 城，除华南、东北外的一二线城市	17 城，包括北京、上海、杭州、南京、天津、苏州、太原、无锡、郑州、成都、武汉、长沙、南昌、青岛、常州、南宁、昆明等国内大中型城市	3500+	5.5 万余人
Q 房网	1000-3000 亿	14 城，一二线城市及珠三角区域	14 城，主要为珠三角、长三角、环渤海地区	1100	2.6 万人
21 世纪不动产	1000-3000 亿	全国 71 个主要城市	全国 155 个主要城市	9274	6.6 万人
麦田	500-1000 亿	北京、福建	北京、福州、厦门	600	1.2 万人
合富置业	500-1000 亿	广州、佛山		390	
易居房友	200-500 亿	上海		10000+	
乐有家	200-500 亿	深圳、广州	全国 150+城市，主要为深圳和珠三角	5000+	3 万余人
太平洋房屋	200-500 亿	上海			
新环境	200-500 亿	长沙	全国 25 个城市和地区，主要为湖南长沙，辐射湖北、四川、江西、陕西、广州 9 省		
悟空找房	200-500 亿	上海	全国 220+城市	5000+	5 万余人
世华	200-500 亿	深圳、广州			

注：2017 年相关数据来源于保利投顾研究院《2017 年全国存量房市场白皮书》，2019 年相关数据来源于各公司官网及年报

资料来源：各公司年报和官网，保利投顾研究院，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

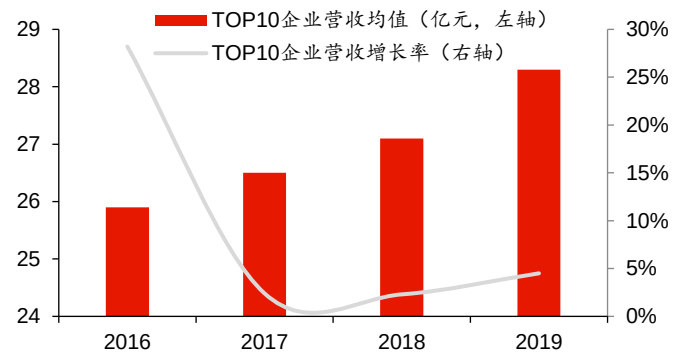
lax889889.com 299520.xyz

新房代理降维打击

新房代理层面，随着主流房企全国化布局的完成以及销售渠道的完善，对传统代理公司的依赖逐渐降低，同时传统代理模式区域深耕能力不足，渠道绑定和客户粘性弱化决定了竞争力的下降。根据中指院数据，2017 年以来 TOP10 新房策划代理商收入增速持续位于 5%以下，市占率由 2016 年的 17%降至 2019 年的 14%。

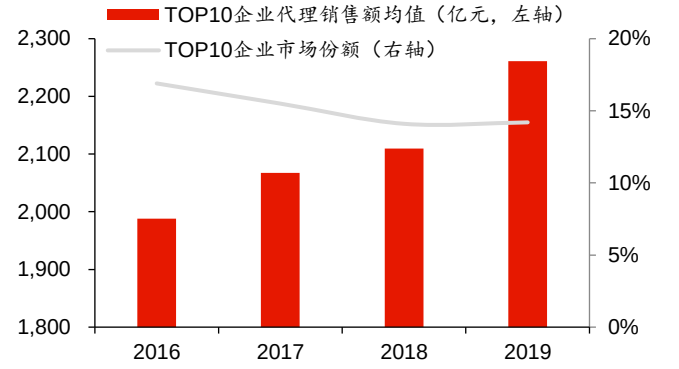
相比之下，存量经纪公司占据线上线下的入口优势，具备成熟的门店渠道和销售人员，成本分摊和产能利用效应更为突出。同时，多元业务结构下具备更强的垫佣和议价能力，区域市场理解、客户服务粘性和一二手场景切换能力更为突出。2019 年贝壳新房代理销售 GTV 为 7476 亿元，超过新房代理龙头易居企业的 5324 亿元。存量经纪商持续抢占传统代理市场份额。

图表51： 房地产策划代理 TOP10 企业营收均值/增长率



资料来源：中指研究院，华泰证券研究所

图表52： 地产策划代理 TOP10 企业代理销售额均值/市场份额



资料来源：中指研究院，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

全球房地产经纪上市公司估值如何？

我们梳理了在中国大陆、香港、美国上市的主要房地产经纪上市公司。从商业模式的角度看，这些公司大体上可以分为 5 个类别：信息平台、房地产电商、传统中介、新房代理和一体化平台。从估值的角度看，海外市场对这类公司主要采用 EV/EBITDA 估值法（EV 为企业价值，EV=普通股市值+净负债；EBITDA 为息税折旧摊销前利润，EBITDA=净利润+利息开支+所得税+当期计提折旧与摊销；该估值方法能够剔除资本结构的影响，考察公司产生现金流的能力，也适用于部分净利润为负的公司）。Zillow、Redfin 等以线上业务为主的平台类公司 2022 EV/EBITDA（Bloomberg 一致预期）显著高于 Realogy、RE/MAX 等以线下业务为主的传统经纪公司。

信息平台。这类公司主要通过在网站、APP 上展示开发商、房地产经纪公司、装修公司等的项目信息，赚取广告服务费用。他们并不涉足线上展示项目的交易环节，最终成交与否对广告费用并无影响。市值最高的是美国的房地产信息平台 Zillow，2019 年月均访问用户 1.73 亿人、月均访问量 80.66 亿次，市值达到 1174 亿元（市值数据截至 2020 年 8 月 13 日，以当日汇率折算为人民币，下同），但 2019 年依然亏损，2022 EV/EBITDA 为 51.26 倍（数据来自 Bloomberg 一致预期，下同）。其次是美国上市但主要业务都在中国的生活服务信息平台 58 同城，房产平台只是其中的一部分，通过收并购整合了安居客和赶集网的资源，市值达到 581 亿元，2017 年以来连续盈利，2021EV/EBITDA 为 11.68 倍（2022 年无一致预期数据）。最后是美国上市但主要业务都在中国的房产垂直领域信息平台房天下，2019Q4 月均访问用户达到 1 亿人，但市值仅有 8 亿元，2019 年依然亏损。

房地产电商。这类公司的经营活动主要在线上进行，同样会在网站、APP 上展示项目信息，但与信息平台不同的是，他们的营收来自平台交易的抽成。美国上市的 Redfin 就是其中的代表，其拥有自营的房地产经纪品牌，辅以少量的第三方品牌，本质上更像是纯线上化的房地产经纪公司，2019 年 GTV 达到 2129 亿元，仍然亏损，但市值达到 301 亿元，2022 EV/EBITDA 为 74.51 倍。美国上市但主要业务都在中国的房多多，其与 Redfin 的区别在于没有自营的房地产经纪品牌，平台上完全是第三方经纪公司和经纪人的项目信息，2019 年 GTV 为 2105 亿元，仍然亏损，市值为 49 亿元。

传统经纪公司。这类公司的经营活动主要在线下进行，依托门店和经纪人网络开展二手房经纪和新房分销业务。中国大陆上市的我爱我家 2020H1 门店数量达到 3500 家、经纪人数量 5.5 万人，大多数为自营门店，2019 年实现归母净利润 8.27 亿元，市值为 111 亿元，2022 EV/EBITDA 为 6.47 倍。美国上市但业务遍布全球的 Realogy 2019 年门店数量达到 1.85 万家、经纪人 30.24 万人，其中绝大多数为加盟店（17790 家、25.02 万人），2019 年 GTV 高达 3.52 万亿元，但出现亏损，市值仅为 83 亿元，2022 EV/EBITDA 为 8.68 倍。美国上市的 RE/MAX 2019 年门店数量 8629 家，经纪人数量 13.09 万人，全部为加盟模式，2019 年实现归母净利润 1.75 亿元，市值为 45 亿元，2022 EV/EBITDA 为 4.38 倍。中国大陆上市的国创高新旗下拥有房地产经纪品牌“Q 房网”，2019 年 GTV 超 2200 亿元，门店数量超 1000 家，经纪人数量超 2 万人，上市公司旗下仍有部分原材料业务，2019 年共实现归母净利润 3.07 亿元，市值为 39 亿元。

新房代理。这类公司主要提供售楼处销售代理服务，是中国特有的业务模式，受新房渠道分销冲击较大，多数公司都在探索转型方向。香港上市的易居企业控股 2019 年新房代理 GTV 为 5324 亿元，通过“房友”品牌探索类加盟制的房地产经纪网络服务，2019 年房友 GTV 为 1382 亿元、门店数量超 1 万家，实现归母净利润 8.61 亿元，市值为 119 元，2022 EV/EBITDA 为 6.83 倍。中国大陆上市的世联行 2019 年新房代理 GTV 为 3569 亿元，其业务较为多元，2019 年共实现归母净利润 0.82 亿元，市值为 91 亿元，2022 EV/EBITDA 为 19.57 倍。香港上市的合富辉煌 2019 年新房代理 GTV 为 4816 亿元，亦拥有 390 家二手房经纪门店，2019 年实现归母净利润 4.34 亿元，市值为 10 亿元。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

一体化平台。我们将贝壳单独归类为一体化平台，因为其模式较为特殊。从线上到线下的角度，我们可以将贝壳视为线上交易规模扩大版的房地产电商 Redfin，同时叠加了线下自营、加盟和合作的房地产经纪品牌门店和经纪人网络。截至 2020 年 8 月 13 日，贝壳市值为 2931 亿元。

图表53： 主要房地产经纪上市公司主要业务和经营情况一览

股票代码	公司	上市地点	模式	公司简介	重点经营数据
BEKE US	贝壳	美国	一体化平台	中国领先的线上线下一体化住房交易和服务平台，拥有自营品牌链家、加盟品牌德佑，同时通过贝壳平台连接大量中小中介，提供二手房经纪、新房分销等业务	2019GTV：2.13 万亿元 2019 房屋销售数量：113.90 万套 2020H1 连接门店数量：42247 家 2020H1 连接经纪人数量：45.60 万人
Z US	Zillow	美国	信息平台	美国领先的房地产交易、租赁、金融、装修信息平台，提供房源搜索、房屋估价等服务，通过向房地产经纪公司、房企、物管公司等出售广告位获利，亦以二房东身份提供房屋销售服务	2019 月均访问用户：1.73 亿人 2019 月均访问量：80.66 亿次
WUBA US	58 同城	美国	信息平台	中国领先的生活服务信息平台，先后收购安居客、赶集网，旗下房产板块向房地产经纪公司、房企提供广告服务	2019 移动端访问人次：超 5.8 亿次 2019 付费企业客户数量：3290 个
SFUN US	房天下	美国	信息平台	中国房地产交易和家居信息平台，主要面向开发商、经纪公司提供广告、客户挖掘服务	2019Q4 月均独立访问用户：1 亿人
RDFN US	Redfin	美国	房地产电商	美国领先的房地产电商，利用线上网站和移动应用提供房地产经纪服务，拥有自营的房地产经纪品牌，亦以二房东身份提供房屋销售服务	2019GTV:2129 亿元/305 亿美元 2019 销售房屋数量：6.52 万套 2019 月均访问用户：3347.3 万人
DUO US	房多多	美国	房地产电商	中国注册经纪人数量最多的的房地产电商，对平台上完成的交易进行抽成	2019GTV：2105 亿元 2019 收录房产数据：1.36 亿条 2019 注册经纪人数量：130 万人 2019 活跃经纪人数量：44.33 万人
000560 CH	我爱我家	中国大陆	传统中介	中国领先的房地产经纪公司，大多数为自营门店，提供二手房经纪、新房分销、长租公寓等业务	2020H1 门店数量：3500 家 2020H1 经纪人数量：5.5 万人
RLGY US	Realogy	美国	传统中介	美国最大的房地产经纪公司（按 GTV 计算），绝大多数为加盟门店，拥有多个知名加盟品牌，提供二手房经纪、房屋搬迁等业务	2019GTV：3.52 万亿元/5042 亿美元 2019 销售房屋数量：138.72 万套 2019 门店数量：18500 家（自营 710 家） 2019 经纪人数量：30.24 万人（自营 5.22 万人）
RMAX US	RE/MAX	美国	传统中介	美国领先的房地产经纪公司，全部为加盟门店，通过 RE/MAX 品牌提供房地产经纪服务，通过 Motto 品牌提供按揭贷款服务	2019 门店数量：8629 家 2019 经纪人数量：13.09 万人
002377 CH	国创高新	中国大陆	传统中介	拥有房地产经纪品牌“Q 房网”，深圳二手房网签单量位居行业第二，提供二手房经纪、新房分销业务	2019GTV：超 2200 亿元 2019 门店数量：超 1000 家 2019 经纪人数量：超 2 万人
2048 HK	易居企业控股	香港	新房代理 传统中介	中国领先的房地产交易综合服务平台，提供新房代销、房地产经纪网络（易居房友）、房地产大数据等服务	2019 新房代理 GTV：5324 亿元 2019 房友 GTV：1382 亿元 2019 房友销售房屋数量：10.54 万套 2019 门店数量：逾 10000 家
002285 CH	世联行	中国大陆	新房代理	中国不动产交易全链条服务商，提供新房代理、房地产电商、顾问策划、金融、装修、资产运营、资产管理等服务	2019 新房代理 GTV：3569 亿元
0733 HK	合富辉煌	香港	新房代理	中国房地产经纪公司，提供新房代理、二手房和商用物业经纪服务	2019 新房代理 GTV：4816 亿元 2019 新房代理销售房屋数量:37.89 万套 2019 门店数量：390 个

资料来源：各公司年报和官网，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表54： 主要房地产经纪上市公司市值和估值一览

股票代码	公司	上市地点	模式	市值（亿元）	EV（亿元）	营收（亿元）	归母净利润（亿元）	EBITDA（亿元）	调整后EBITDA（亿元）	ROE
BEKE US	贝壳	美国	一体化平台	2,931	2,757	460.15	-21.80	-0.55	29.17	-6.94%
Z US	Zillow	美国	信息平台	1,174	1,171	191.35	-21.30	-1.13	2.70	-8.89%
WUBA US	58 同城	美国	信息平台	581	532	155.77	82.78	96.79	-	27.33%
SFUN US	房天下	美国	信息平台	8	51	15.33	-0.71	1.21	-	-1.74%
RDFN US	Redfin	美国	房地产电商	301	286	54.40	-5.64	-3.92	-	-24.38%
DUO US	房多多	美国	房地产电商	49	67	35.99	-12.69	-4.93	-	-32.12%
000560 CH	我爱我家	中国大陆	传统中介	111	112	111.35	8.27	20.32	-	8.13%
RLGY US	Realogy	美国	传统中介	83	359	390.53	-13.12	38.01	39.04	-8.99%
RMAX US	RE/MAX	美国	传统中介	45	32	19.69	1.75	6.45	7.19	5.03%
002377 CH	国创高新	中国大陆	传统中介	39	36	51.19	3.07	4.56	-	5.71%
2048 HK	易居企业控股	香港	新房代理 传统中介	119	149	90.97	8.61	16.72	-	10.93%
002285 CH	世联行	中国大陆	新房代理	91	93	66.10	0.82	7.62	-	1.54%
0733 HK	合富辉煌	香港	新房代理	10	-5	54.58	4.34	7.25	-	14.81%

注：市值和 EV 数据截至 2020 年 8 月 13 日；营收、归母净利润、EBITDA、ROE 均为 2019 年数据；其中贝壳未披露归母净利润，以净利润代替；部分公司年报中披露了调整后 EBITDA，我们一并做了整理

资料来源：Bloomberg，Wind，华泰证券研究所

图表55： 主要房地产经纪上市公司市值和估值一览（续上表）

股票代码	公司	2019 P/E	2020 P/E	2021 P/E	2022 P/E	2019 EV/S	2020 EV/S	2021 EV/S	2022 EV/S	2019 EV/EBITDA	2020 EV/EBITDA	2021 EV/EBITDA	2022 EV/EBITDA
BEKE US	贝壳	-134.44	-	-	-	5.99	-	-	-	-4980.48	-	-	-
Z US	Zillow	-55.10	-31.89	-36.34	-48.75	6.12	4.85	3.26	2.19	-1039.84	145.21	123.79	51.26
WUBA US	58 同城	7.02	15.48	18.60	19.36	3.42	3.42	2.92	2.55	5.50	12.34	10.80	-
SFUN US	房天下	-10.97	-	-	-	3.30	-	-	-	41.69	-	-	-
RDFN US	Redfin	-53.34	-99.46	-131.94	3703.53	5.26	4.92	3.58	2.92	-72.94	1206.75	251.67	74.51
DUO US	房多多	-3.85	-	-	-	1.87	-	-	-	-13.69	-	-	-
000560 CH	我爱我家	13.38	19.09	12.94	11.45	1.00	1.07	0.91	0.82	5.49	10.87	7.20	6.47
RLGY US	Realogy	-6.36	-3.36	12.35	8.91	0.92	1.00	0.92	0.92	9.44	9.60	9.05	8.68
RMAX US	RE/MAX	25.75	33.90	25.77	23.01	1.62	1.75	1.58	1.54	4.95	5.26	4.65	4.38
002377 CH	国创高新	12.79	-	-	-	0.70	-	-	-	7.82	-	-	-
2048 HK	易居企业控股	13.85	11.52	9.48	8.28	1.64	1.21	0.99	0.90	8.90	8.41	7.31	6.83
002285 CH	世联行	110.66	121.44	87.24	58.45	1.41	1.33	1.13	0.99	12.20	38.09	25.96	19.57
0733 HK	合富辉煌	2.27	-	-	-	-0.09	-	-	-	-0.68	-	-	-

注：盈利预测数据来自 Bloomberg 一致预期，数据截至 2020 年 8 月 13 日；EV/EBITDA 中的 EBITDA 采用标准化计算方式，即 EBITDA=净利润+利息开支+所得税+当期计提折旧与摊销，与部分公司披露的“调整后 EBITDA”口径不一致

资料来源：Bloomberg，Wind，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

投资建议

透过贝壳的高速发展路径，我们认为中国房地产经纪行业成长规模广阔，将在规范创新中迎来共享繁荣的未来。建议投资者积极关注显著提升行业效率、商业模式可持续且具备网络效应、能够凭借规模优势形成竞争壁垒的头部标的，推荐我爱我家，行业内相关上市公司还有国创高新、世联行。

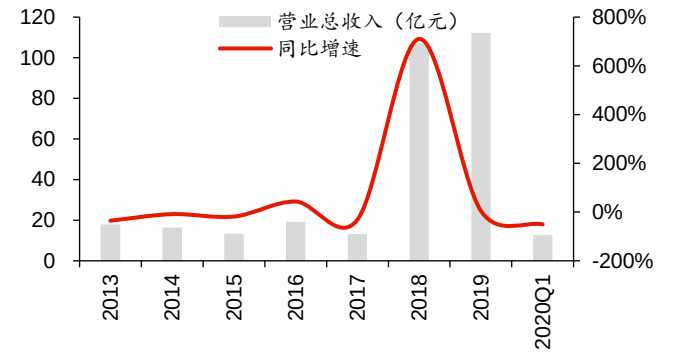
重点推荐标的

我爱我家（000560 CH，买入，4.60-5.06 元）

我爱我家成立于 1998 年，历经 22 年发展成为我国二手房经纪和住房租赁领域仅次于贝壳的龙头企业，以线下门店和经纪人为核心竞争力，延展出经纪、资管、新房业务三大板块。根据公司官网，截至 2020H1 公司业务覆盖北京、上海、杭州、南京等国内 17 个大中型城市，门店数量 3500 余家，员工 5.5 万余人。我们认为公司在北京、杭州、南京、苏州等城市基本盘稳固，未来将受益于我国经纪行业的规模成长，城市、门店、经纪人扩展空间广阔，贝壳上市也有望对公司估值形成催化。

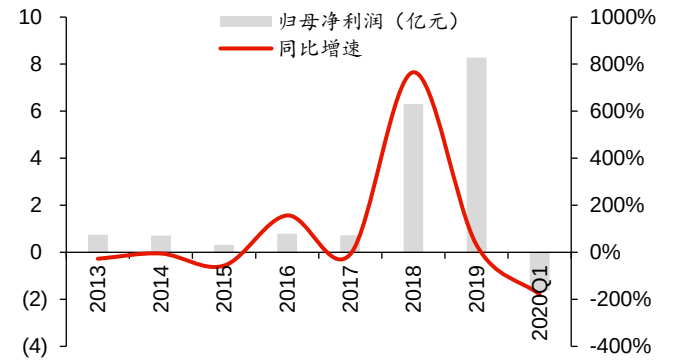
随着国内疫情得到控制，我们预计我爱我家 Q2 营收将同比持平，下半年受益需求滞后释放，营收将同比增长 15%。全年毛利率受 Q1 拖累将有所下滑。短期影响消解后，2021-2022 年营收和毛利率将恢复正常。据此，我们预计 2020-2022 年 EPS 为 0.23、0.38、0.43 元。参考可比公司 20 年平均 PE 估值 25 倍（Wind 一致预期），考虑到公司短期受疫情影响较大，我们认为 20 年合理 PE 估值为 20-22 倍，目标价 4.60-5.06 元，维持“买入”评级。风险提示：疫情不确定性，商誉减值风险，扩张风险，限售股解禁压力。

图表56： 我爱我家营收和同比增速



资料来源：我爱我家公告，华泰证券研究所

图表57： 我爱我家归母净利润和同比增速



资料来源：我爱我家公告，华泰证券研究所

图表58： 重点推荐公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价（元）	目标价（元）	市值（亿元）	EPS（元） 2019	2020E	2021E	2022E	PE（倍） 2019	2020E	2021E	2022E
000560 CH	我爱我家	买入	4.57	4.60-5.06	108	0.35	0.23	0.38	0.43	13.01	19.87	12.03	10.63

注：以上重点推荐公司推荐文字、目标价及 EPS 来源于华泰证券房地产团队最新报告，股价和市值数据截至 2020 年 8 月 14 日

资料来源：Bloomberg，Wind，华泰证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表59： 报告提及公司信息

公司	彭博代码	华泰评级	目标价
贝壳	BEKE US	无评级	-
腾讯控股	0700 HK	无评级	-
软银集团	9984 JP	无评级	-
高瓴资本	未上市	-	-
红杉资本	未上市	-	-
房多多	DUO US	无评级	-
国创高新	002377 CH	无评级	-
平安好房	未上市	-	-
爱屋吉屋	未上市	-	-
乐居	LEJU US	无评级	-
58 同城	WUBA US	无评级	-
中原地产	未上市	-	-
我爱我家	000560 CH	买入	4.60-5.06 人民币
房天下	SFUN	无评级	-
易居企业控股	2048 HK	无评级	-
世联行	002285 CH	无评级	-
大房鸭	未上市	-	-
21 世纪不动产	未上市	-	-
麦田	未上市	-	-
合富辉煌	0733 HK	无评级	-
乐有家	未上市	-	-
太平洋房屋	未上市	-	-
新环境	未上市	-	-
悟空找房	未上市	-	-
世华地产	未上市	-	-
Zillow	Z US	无评级	-
Redfin	RDFN US	无评级	-
Realogy	RLGY US	无评级	-
RE/MAX	RMAX US	无评级	-

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

风险提示

行业存在周期波动。我国房地产经纪行业以二手房、新房居间代理业务为主，受住房市场波动影响较大，而住房市场具有周期性。在市场过热时期，经纪行业渗透率和佣金率可能降低；在市场过冷时期，经纪行业则会收到市场规模收缩的不利影响。

行业规模不及预期。我国住房市场未来 GTV 存在不确定性，叠加经纪公司渗透率、佣金率的不确定性，可能造成经纪行业未来空间不及预期。

行业竞争过于激烈。房地产经纪行业竞争激烈，亦存在出现跨界竞争者的可能。过于激烈的竞争环境可能导致行业盈利情况恶化，亦可能引发一些违规、违法行为扭曲行业生态。

行业格局剧烈演化。考虑到房地产经纪行业现有模式的多样性，部分互联网巨头进入的可能，以及政府参与度的不确定性，行业最终格局、龙头商业模式仍存在剧烈变化的可能。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

免责声明

分析师声明

本人，陈莉、陈慎、韩笑，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间迟延。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

更多信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈莉、陈慎、韩笑本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室
电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）
电话: + 212-763-8160/传真: +917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

liaohan.net nblax520.com